الأوراق المالية وأسواق رأس المال

دكتور منير إبراهيم هندي
دكتوراه في إدارة الأعمال - جامعة ألاباما الأمريكية
كلية التجارة - جامعة طنطا

١٩٩٣

توزيع منشأة المعارف بالاسكندرية
جلال حزي وشركاه

إهـــداء

إلى رائد من رواد الإدارة المالية فى عالمنا العربى
استاذى دكتور جميل أحمد توفيق
الذى آدِينُ له بالكثير

تقديـــم

إنه لمن دواعى السعادة أن يصدر الكتاب الذى بين يديك ، فى وقت يواكب جهودا مبذولة ، للنهوض بأسواق رأس المال فى مصر وبعض دول العالم العربى . وبالطبع يسعد أى مؤلف أن يظهر مؤلفه فى مثل هذا التوقيت ، إلا أننى أعترف بأنها ضربة حظ . فالتخطيط لهذا الكتاب بدأ منذ عام ١٩٨٧ ، فى وقت لم يكن صوت يكاد يسمع فى مصر عن أهمية تطوير تلك السوق . وقد يضفى علىّ القارىء قدرة ومهارة فائقتين فى استشراف المستقبل ، وهذا شرف بالطبع ولكن لا أستحقه . فالدافع لاصدار هذا الكتاب هو معاناة شخصية تعرضت لها عندما التحقت باحدى الجامعات فى الولايات المتحدة لدراسة درجة الدكتوراة . وهى معاناة لابد وأن زملاء آخرين قد تعرضوا لها .

فدراسة الادارة المالية فى الإطار الذى وضعه لها فرانكو مدكليانى ومارتن ميلر وماركوفتز ، وتلاميذهم النجباء من أمثال مايرز وشارب وشولز وحماده وستقلز ، لا يمكن أن تكون على أساس سليم ما لم تسبقها دراسة جادة للأوراق المالية وأسواق رأس المال . ومن ناحية أخرى فإن فرصة دراسة هذا المجال فى دولة لا توجد بها تلك الأسواق ــ كما كان الحال فى مصر ــ هى فرصة ضئيلة ان لم تكن معدومة . ومما زاد من صعوبة المسألة ، أن أسواق رأس المال ليست من الموضوعات التى يمكن أن يقتصر فيها الأمر على قراءة محتويات مقرر دراسى ، أو قراءة كتاب أو حتى مجموعة من الكتب . إنها عالم واسع وعميق ــ كما سيكتشف القارىء بنفسه ــ يحتاج الفهم الكامل له وجودأسواق لرأس المال ، يتاح فيها للمهتمين بها معرفة ما يجرى فى داخلها ، من خلال ممارسات شخصية أو من خلال معلومات متدفقة كل دقيقة بل كل لحظة عن نشاط تلك الأسواق . هذا المناخ لم يكن متاحاً فى مصر فى الأربعين سنة الأخيرة ، بل وليس متاحاً حتى الآن .

هذه هى المشكلة التى واجهتها عندما بدأت فى دراسة الادارة المالية فى الولايات المتحدة فى أواخر السبعينات . حقاً أتيحت فرصة المشاركة هناك فى

مقرر متخصص فى مرحلة البكالوريوس لتعويض النقص ، غير أننى أعترف مرة أخرى بأن عامل الوقت ، وتشعب الموضوع ، وعدم توافر خلفية كافية عنه ، جعلت المهمة شاقة بل ومريرة فى بعض الأحيان . وتجددت الذكريات فى بداية عام ١٩٨٧ عندما كنت أخطط لاعداد كتاب عن الفكر الحديث فى مجال الادارة المالية ، لطلاب الدراسات العليا . حينئذ تذكرت أنه ليس لمثل هذا الكتاب جدوى ، ما لم يكن لدى القارىء فكرة وافية عن أسواق رأس المال . وكان القرار الذى تمثل فى تأجيل مؤقت لإصدار الكتاب المذكور ، واعطاء الأولوية لكتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال الذى بين يديك .

وتأكد تنفيذ القرار بعد حديث مع أستاذى دكتور جميل أحمد توفيق ، شعرت من خلاله بأنه يلقى على وبطريقة غير مباشرة ، مسئولية المساهمة فى سد النقص الذى تعانى منه المكتبة العربية فى هذا المجال . وعدت إلى الوراء قليلاً لأتذكر حديثا آخر وفى نفس السياق مع الأستاذ الجليل دكتور عبد الحى مرعى ، عندما كنت أهديه أول مؤلفاتى فى الادارة المالية . إذ بادرنى بآماله بأن تتاح للقارىء العربى المعرفة فى شأن أسواق رأس المال ، وبالتحديد مفهوم كفاءة السوق ونظرية الحركة العشوائية لأسعار الأوراق المالية .

وكان مخططاً للكتاب أن يصدر فى عام ١٩٩١ ، وهو ما لم يحدث . أما أسباب التأخير فبعضها يرجع لظروف خارجة عن الارادة ، والبعض الآخر يرجع لإعادة النظر المتكررة فى شأن محتوياته . إذ وجد المؤلف أنه من الملائم أن يعطى المعلومات قدراً من الاهتمام يفوق ما كان مخططاً لها ، وذلك طالما أنها العنصر الحاكم لنجاح أسواق رأس المال . وبالطبع تطلب ذلك إضافة عدد من الفصول ، مما ساهم وبقدر كبير فى تأجيل ظهور الكتاب فى الموعد المحدد . كذلك وجد المؤلف لزاماً عليه أن يضيف فصلين آخرين عن أزمة يوم الإثنين الأسود فى ١٨ أكتوبر من عام ١٩٨٧ ــ التى ذكرت العالم بويلات الكساد العظيم ــ لعله يكون فيهما من الدروس ما يفيد القائمين على تنظيم وادارة أسواق رأس المال العربية .

وفى هذا الصدد يتضمن الكتاب سبعة أبواب : الباب الأول ويعرض للأوراق المالية ، بينما يعرض الباب الثانى لتنظيم وادارة سوق رأس المال . يأتى

بعد ذلك الباب الثالث الذى يتناول مصادر الحصول على المعلومات ، فالباب الرابع الذى يُعْنَى بتحليل تلك المعلومات ، فالباب الخامس الذى يتناول كفاءة وسيولة السوق . أما الباب السادس فيقدم وصفاً تحليلياً لأزمة يوم الإثنين الأسود . وأخيراً يضع الباب السابع أسواق رأس المال العربية فى الميزان .

وباستثناء الباب السابع فقد عالجت الأبواب الستة الأخرى موضوع الكتاب من منظور سوق رأس المال الأمريكية ، بوصفها من أعرق الأسواق وأكثرها كفاءة . وبالطبع قد يتساءل القارىء عن السبب الذى من أجله لم يتركز الكتاب على البورصات العربية ، أو البورصات فى دول أخرى لها ظروف مشابهة . هذا التساؤل سوف يجد له القارىء إجابة وافية فى محتويات الباب السابع .

ويحدو المؤلف الأمل أن يشعر القارىء بأن الجهد الذى بذل فى السنوات الخمس التى استغرقها اعداد هذا الكتاب قد انعكس على المادة العلمية التى يتضمنها . فلقد استمرت المتابعة لما يصدر فى الدوريات العلمية الرائدة بشأن موضوع الكتاب حتى نهاية عام ١٩٩١ ، وهو ما تشير إليه المراجع المنوه عنها فى كل صفحة تقريباً . كما أن محاولات بذلت قدر الطاقة لجعل المادة العلمية التى يتضمنها الكتاب سهلة ميسرة ، وذلك رغم الدرجة العالية من التخصص للموضوعات التى يغطيها . اضافة إلى تغطية الكتاب لكافة الموضوعات الأساسية التى تُجْمِع عليها المراجع المتخصصة فى الموضوع ، حتى يجد فيه كل قارىء ضالته أو قدرا معقولا منها .

فرجل الشارع الذى يرغب فى أخذ فكرة عامة عن الموضوع نوصى بأن يركز اهتمامه على الفصول من الأول حتى الخامس . وصغار المستثمرين قد يجدون فى الفصول الثلاثة عشرة الأولى ما يساعدهم فى اتخاذ القرار الاستثمارى السليم . أما كبار المستثمرين بما فيهم المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ـــ والتى يتوقع أن يكون لدى العاملين فيها فكرة مسبقة عن طبيعة نشاط البورصات ـــ قد تستفيد أكثر من محتويات الفصول من الثامن حتى نهاية الكتاب . ولعل محتويات هذه الفصول تكون ملائمة أيضاً أكثر من غيرها للبنوك وشركات التأمين والمحللين المتخصصين فى شئون الأوراق المالية ، بما فيها

بيوت السمسرة وشركات الاستثمار التي يتوقع أن تزدهر مع تزايد نشاط سوق رأس المال .

وبالنسبة لطلاب مرحلة البكالوريوس قد يكون فى محتويات الفصول السبعة الأولى والفصول من الرابع عشر حتى السادس عشر ، والفصل التاسع عشر والفصل العشرون ما يكفى لاحاطتهم بالجوانب المختلفة للبورصات ، وما يتداول فيها من أوراق مالية . أما طلاب الدراسات العليا الذين لديهم فكرة مسبقة بالأوراق المالية والبورصات ، فقد يتركز اهتمامهم فى الفصل من الثامن حتى نهاية الكتاب .

والمشرع والمحامى قد يهمهما بالطبع كل محتويات الكتاب ، وان كان لمحتويات الفصل الخامس والفصلين التاسع عشر والفصل العشرون ، أهمية خاصة بالنسبة لهما . ومؤسسات النشر والصحفيين قد يولون الفصول من السادس حتى الثالث عشر اهتماماً خاصاً . أما المهتمون بشئون الاقتصاد فقد يجدون ضالتهم فى الفصل السابع والفصل الثامن ، والفصول الثلاثة من الرابع عشر حتى السادس عشر ، إضافة إلى الفصلين التاسع عشر والعشرون . أما القائمون على تنظيم الأسواق العربية فآمل أن يعطوا الفصل التاسع عشر والفصل العشرون قدراً من العناية . على أن يكون واضحاً فى الأذهان أن ما ورد فى هذين الفصلين يهدف فى المقام الأول إلى تهيئة المناخ لنجاح تلك الأسواق ، بما تحمله معها من آمال فى غد مشرق .

وبالنسبة للقارىء الذى سيركز اهتمامه على فصول مختارة ، فيحتمل أن يواجه بمصطلحات عرضت تفصيلاً فى فصول أخرى . وحتى نجنبه مشقة البحث عنها فى تلك الفصول ، فقد آثرنا تذييل الكتاب بقاموس Glossary يشرح المصطلحات التى يحتمل تكرارها فى أكثر من فصل . وإذا لم يجد القارىء غايته فى هذا القاموس ، فيمكنه أن يرجع إلى قائمة المحتويات فى مقدمة الكتاب ، فقد يكون المصطلح من الأهمية بحيث عرض له فى قسم مستقل أو فى جزء من قسم . وإذا لم يجد القارىء ضالته فى هذا أو ذاك فهناك فى نهاية الكتاب أيضاً ، قائمة غير مشروحة لأهم المصطلحات التى تضمنها الكتاب ، مع بيان الصفحة التى ذكر فيها المصطلح .

يتبقى الاعتراف بالجميل وهنا يأتى فضل أسرتى الصغيرة زوجتى وابنتى إيمان وولداى محمد وأحمد ، الذين صبروا وتحملوا الكثير ، وهيئوا لى ظروفاً ــ فى أوقات عصيبة ــ جعلت ظهور الكتاب فى هذه الفترة ــ التى تعد وجيزة بكل المقاييس ــ أمراً ممكناً . كما أقدم شكرى وامتنانى إلى الصديق الزميل دكتور حمدى المعاز على حسن مشورته بشأن ترتيب محتويات الفصول التى تضمنها الكتاب ، إضافة إلى المؤازرة المستمرة اعترافاً منه بصعوبة الاضطلاع بمهمة كتاب يتسم بقدر كبير من التخصص . كما أقدم شكرى للصديق العزيز الأستاذ مجدى الدفراوى المدرس من خارج الهيئة ، والآنسة مريم المولوى والسيدة فاطمة الكبيسى الاخصائيتين العلميتين بالكلية ، على مساعدتهم فى مراجعة أصول الكتاب .

أما كتابة المسودة على الحاسوب قبل مرحلة الجمع التصويرى ، فأدين بها للسيدة أمانى حسنى ، والسيدة هناء جمعة ، والسيدة سلوى عبد الوهاب أعضاء سكرتارية الكلية . فلقد صبروا كثيراً خاصة وأنهم أجروا تنقيحاً لأكثر من مرة فى أجزاء كثيرة من الكتاب . ومن الصعب بالطبع نسيان الأستاذ فكرى سليمان بقسم تكنولوجيا التعليم الذى آثر ــ شأنه فى ذلك شأن غيره من الخطاطين ــ أن يوقع باسمه على عمله الفنى كما يبدو واضحاً على غلاف الكتاب . كما أقدم شكرى وتقديرى للمهندسة سامية حسن التى لم تحرص على ترك توقيعها على الغلاف ، رغم روعة تصميمه وتعبيره عن المحتويات .

وأخيراً فإن الأمل كبير أن يحقق الكتاب الهدف الذى صدر من أجله ، وأن يكون بحق إضافة إلى المكتبة العربية .

والله ولى التوفيق ،،،،

منير هندى

تنبيـــــه

بالنسبة للقارىء الذى يفضل أن يقرأ فصولاً مختارة ، هناك قاموس فى نهاية الكتاب يشرح المصطلحات Glossary التى تكرر ذكرها ، حتى نجنبه مشقه الرجوع إلى محتويات فصول أخرى لمعرفة المقصود بكل المصطلح . كذلك هناك قاموس غير مشروح لأهم المصطلحات التى تضمنها الكتاب والصفحة التى ورد فيها . ولعل فى هذا القاموس بعض الفائدة للقارىء الذى يبغى توسيع دائرة اضطلاعه بقراءة مراجع أجنبية .

محتويات الكتاب

تقديـــم

تنبيـــه

الباب الأول
الأوراق المالية

الفصل الأول

الصفحة

الباب الثانى
هيكل أسواق رأس المال الفورية

الفصل الثالث

الصفحة

الفصل الرابع

الصفحة

الفصل الخامس

الباب الثالث

البيانات والمعلومات التى تهم المستثمر

الفصل السادس

الصفحة

الفصل السابع
مؤشرات قياس حالة السوق

الباب الرابع
تحليل البيانات والمعلومات

الفصل الثامن
التحليل الأساسي : تحليل الظروف الاقتصادية

الصفحة

الفصل التاسع

الفصل العاشر

الصفحة

الفصل الحادى عشر
التحليل الأساسى : تقدير الربحية المستقبلة والقيمة الحقيقية للسهم ٣٨٩

الفصل الثانى عشر
التحليل الفنى ٤٢١

الصفحة

الفصل الثالث عشر
استراتيجيات الاستثمار

الباب الخامس
كفاءة سوق رأس المال
وتأثير السيولة

الفصل الرابع عشر
كفاءة سوق رأس المال

الصفحة

الفصل الخامس عشر

الفصل السادس عشر

الصفحة

الباب السادس
أزمة يوم الإثنين الأسود والتحدى

الفصل السابع عشر
كفاءة السوق ويوم الإثنين الأسود ٥٨٣

الفصل الثامن عشر
المتغيرات التنظيمية ويوم الإثنين الأسود ٦١٥

الصفحة

الصفحة

ملاحـــق

الباب الأول
الأوراق الماليـــة

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية ، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التى تتداول فى تلك الأسواق . وعليه فإن تناولها فى الباب الأول لكتاب يركز إهتمامه على أسواق رأس المال — التى هى شقاً رئيسياً من الأسواق المالية — يعد أمراً منطقياً . ففى الفصل الأول يتم تناول الأوراق المالية التى تصدرها منشآت الأعمال ، والتى تتداول فى أسواق رأس المال الفورية سواء كانت تلك الأسواق منظمة (البورصات) أو غير منظمة ،ويقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل المتمثلة فى الأسهم والسندات . أما الفصل الثانى فيعرض للأوراق المالية التى تتداول فى أسواق أخرى وفى مقدمتها أسواق النقد التى تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل ، وأسواق العقود المستقبلة التى تبرم فيها اتفاقات بيع وشراء أوراق مالية على أن يتم التنفيذ فى تاريخ لاحق .

الفصل الأول
الأوراق المالية المتداولة
فى أسواق رأس المال الفورية

تعتبر الأوراق المالية Securities خاصة الأسهم والسندات التى تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة فى أسواق رأس المال الفورية . وتمثل الورقة صك يعطى لحامله الحق فى الحصول على جزء من عائد أو الحق فى جزء من أصول منشأة ما ، أو الحقين معاً . فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلاً لهم الحق فى جزء من العائد الذى يتولد عن عمليات المنشأة ، كما أن لهم نصيب فى أصولها وان كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة Going Concern . كذلك فإن لحملة السندات نصيب فى الأرباح يتمثل فى الفوائد المستحقة ، ونصيب فى الأصول يتمثل فى الأصول المرهونة لصالح حملة السندات أو فى الأصول بصفة عامة وذلك فى حالة الافلاس أو التصفية .

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق . فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهى الأسهم العادية ، وأوراق مالية تمثل مديونية وهى السندات وما يماثلها . أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجين Hybrid Securities من الأسهم العادية والسندات ، وان كانت تُصَنَّف ضمن الأوراق المالية التى تمثل ملكية . كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل ، ثم أوراق مالية طويلة الأجل .

وهناك تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية ، وذلك على أساس سوق المال Financial Market الذى تتداول فيه تلك الأوراق . وفى هذا الصدد يشير شكل ١ — ١ إلى أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال ، وأسواق النقد . وبالنسبة لأسواق رأس المال Capital Markets فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلة . ويقصد بالأسواق الحاضرة Spot or Cash Markets تلك الأسواق التى تتعامل فى أوراق مالية طويلة الأجل

(الأسهم والسندات) يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة . وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة Organized Capital Markets أى البورصات ، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة Unorganized Capitàl Markets التى تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة ، والبنوك التجارية ... وما شابه ذلك . هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً فى وزارة الخزانة أو البنك المركزى فى الدولة المعنية ، اللذان يحتكران التعامل فى أنواع معينة من الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة .

أما أسواق العقود المستقبلة فهى أسواق تتعامل أيضاً فى الأسهم والسندات ، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها فى تاريخ لاحق . وأخيراً يقصد بأسواق النقد Money Markets الأسواق التى تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية ، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التى تصدرها الحكومة .

وفى هذا الفصل سنقتصر على الأوراق المالية التى تتداول فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة مع التركيز على تلك التى تصدرها منشآت الأعمال ، أما

شكل ١ — ١

مكونات أسواق المال

- أسواق المال
  - اسواق رأس المال
    - أسواق حاضرة أو فورية
      - الأسواق المنظمة (البورصات)
      - الأسواق غير المنظمة
      - الأسواق الاحتكارية
    - اسواق العقود المستقبلة
  - أسواق النقد

الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة والتى قد تتداول فى تلك الأسواق فسوف نعرض لها فى الفصل الثانى . وعلى هذا الأساس سوف يتناول القسم الأول من هذا الفصل الأسهم العادية ، يتبعه القسم الثانى الذى يعرض للأسهم الممتازة ، فالقسم الثالث الذى يُكَرس للسندات . وأخيراً سوف يفرد قسماً خاصاً للأوراق المالية القابلة للتحويل ، ويقصد بها السندات والأسهم الممتازة التى يمكن تحويلها إلى أسهم عادية . هذا وتجدر الاشارة إلى أن الأسواق غير المنظمة تتعامل كذلك فى الأسهم والسندات التى تصدرها منشآت الأعمال ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الثالث .

الأسهم العادية :

يمثل السهم العادى Common Stock مستند ملكية له قيمة اسمية ، وقيمة دفترية ، وقيمة سوقية . وتتمثل القيمة الاسمية فى القيمة المدونة على قسيمة السهم ، وعادة ما يكون منصوص عليها فى عقد التأسيس . أما القيمة الدفترية فتتمثل فى قيمة حقوق الملكية ــ التى لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة ــ مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة . وأخيراً تتمثل القيمة السوقية فى القيمة التى يباع بها السهم فى سوق المال ، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية .

ويدرك المتعاملين فى سوق المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقى للسهم . ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادى ــ والذى سيتم التعامل على أساسها فى السوق ــ تتوقف على العائد الذى يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه ، أى تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التى يتوقع أن يجنيها المستثمر . وفى حالة اصدار السهم لأول مرة ، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية ، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية .

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادى يحددها عقد التأسيس ، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم Stock Splits ، الذى يعطى الحق للمستثمر فى الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل ــ وربما

أكثر ـــ وذلك عن كل سهم يملكه ، وهو ما يترتب عليه زيادة فى عدد الأسهم المتداولة (Brealy & Myers, 1988, PP. 291-292) . وطالما أن اشتقاق الأسهم لا يترك أى أثر على القوة الايرادية للمنشأة ، فإن من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية[1] . وتتفق سياسة اشتقاق الأسهم مع سياسة التوزيعات فى صورة أسهم ـــ التى سنعرض لها فيما بعد ـــ فى أن كلاهما يهدف إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة من خلال إحداث تخفيض فى القيمة السوقية للسهم .

هذا ويكون التعامل فى الأسهم فى سوق رأس المال بكسر إعتيادى . ففى بورصة نيويورك تبلغ قيمة الكسر الاعتيادى $\frac{١}{٨}$ دولار ، بمعنى أن حركة السعر للسهم تكون فى إطار ذلك الكسر (French, 1989, P. 101; Cho & Frees, 1988, P. 451) . وهذا لا يمنع أحياناً من أن يكون التعامل على أساس مضاعفات مقام الكسر ، أى يكون التعامل على أساس $\frac{١}{١٦}$ ، أو $\frac{١}{٣٢}$ من الدولار (Geisst, 1989, PP. 22, 40) . هذا وسوف يعرض الفصل السادس للطريقة التى تنشر بها أسعار الأسهم العادية فى الصحف .

أما بالنسبة لحامل السهم أى المستثمر فلا يجوز له الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته ، فإذا ما أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع فى سوق المال . وفى حالة الافلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التى سبق أن دفعها لشراء السهم بل قد لا يسترد شيئاً منها على الاطلاق . يضاف إلى ذلك أن ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الادارة توزيعها .

ومن ناحية أخرى يتمتع حامل السهم العادى ببعض الحقوق من بينها الحق فى نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأى طريق آخر ، والحق فى الحصول على نصيبه من الأرباح التى تقرر المنشأة توزيعها . كما يتمتع كذلك بمزايا

---

(١) لمزيد من التفصيل بشأن اشتقاق الأسهم ، يمكن الرجوع إلى كتاب الادارة المالية مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف

أخرى هامة وهى أن مسئوليته محدودة بحصته فى رأس المال ، وأن له الحق فى التصويت فى الجمعية العمومية . ونظراً لوجود نوع من الارتباط بين التوزيعات وحق التصويت من ناحية وبين وظيفة أسواق رأس المال من ناحية أخرى ، فسوف تحظى بمزيد من الاهتمام فى هذا المقام .

قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات فى صورة نقدية أو فى صورة أسهم Stock Dividend . وفى الحالة الأخيرة أى اصدار الأسهم فى مقابل التوزيعات ، يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة (Van Horne, 1989a; PP. 358 - 359) . ونظراً لأن إجراء توزيعات فى صورة أسهم من شأنه أن يؤدى إلى زيادة فى عدد الأسهم التى يتكون منها رأس المال ، دون أن تتأثر القوة الايرادية للمنشأة — فى المدى القصير على الأقل — فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية (القيمة السوقية لحقوق الملكية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات ، مما يترتب عليه بالتالى إنخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد[٢] . ومما يذكر أن المنشأة عادة ما تلجأ إلى هذا الاجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين فى شرائه . هذا ولنا عودة للأسهم المصدرة فى مقابل توزيعات ، وذلك فى الفصل العاشر .

ويرتبط عدد الأسهم التى يملكها المستثمر بقدرته على التأثير فى قرارات المنشأة ، من خلاله حقه فى التصويت على تلك القرارات . ومع هذا فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فعال ، ربما لضآلة عدد الأسهم التى يمتلكها كل منهم أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنويع ، بشكل يقلل من المخاطر التى يتعرض لها عائد المحفظة من جراء سوء الإدارة فى إحدى المنشآت التى يمتلك جزءاً من أسهمها العادية . وما يجرى عليه العمل فى شأن التصويت هو توقيع حامل السهم على إذن يفوض فيه Proxy أحد أعضاء مجلس الادارة بالتصويت نيابة عنه . مثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة المنشأة (Brigham, 1989, P.

(٢) لمزيد من التفصيل بشأن التوزيعات فى صورة أسهم ، يمكن الرجوع إلى كتاب الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف .

441; Van Horne, 1989a, PP. 659 - 660) . هذا ولنا عودة لاذن التفويض وذلك فى الفصل الخامس .

وتنص عقود التأسيس أحياناً على حق التصويت المجمع Cumulative Voting والذى بمقتضاه يعطى حامل السهم عدداً من الأصوات يعادل عدد أعضاء مجلس الادارة ، وذلك عن كل سهم يمتلكه (Van Horne, 1989a, PP. 660 - 661; Schall & Haley, 1988, PP. 670 - 671) . وهذا يعنى أن عدد الأصوات للمساهم الواحد تتمثل فى عدد الأسهم التى يمتلكها مضروبة فى عدد أعضاء مجلس الادارة . وللمستثمر (المساهم) الحق إذا أراد أن يفوض عضو واحد فى المجلس فى جميع الأصوات التى يمتلكها ، كما أن له الحق فى أن يوزع الأصوات بأى شكل يراه على جميع أعضاء المجلس أو على عدد محدود منهم . ويعطى هذا النص ميزه لصغار المساهمين ، إذ يمكن للمساهم تفويض كل الأصوات لعضو واحد فى المجلس يكون بمثابة ممثله الذى يعمل جاهداً على أن يكون عند حسن ظنه ، وذلك طالما أن حجم الأصوات التى حصل عليها منه قد تفوق — فى بعض الأحيان — نصيب العضو من أصوات أحد كبار المساهمين الذى فضل توزيع ما يملكه من تلك الأصوات على عدد كبير من أعضاء المجلس .

ومن وجهة نظر المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل ، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة ، كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى فى السنوات التى تتحقق فيها أرباح . هذا إلى جانب أن اصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة فى هيكل رأس المال ، ويزيد بالتالى من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة أى يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضى الحاجة ، وذلك بالطبع مع بقاء العوامل الأخرى على حالها .

وعلى الجانب الآخر قد يعتبر اصدار الأسهم الجديدة أمراً غير محبباً ، وذلك لثلاثة أسباب رئيسية هى :

١ — يؤدى اصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين : أولهما أن مخاطر الاستثمار فى الأسهم العادية أعلى من مخاطر

الاستثمار فى غيرها من الأوراق المالية ، وبالتالى فإن العائد الذى يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعاً . أما السبب الثانى فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعتبر من بين التكاليف التى تخصم قبل حساب الضريبة ، ومن ثم لا يتولد عنها أى وفورات ضريبية .

٢ ـــ قد يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يعنى تشتت أكبر للأصوات فى الجمعية العمومية . وهذا لا يعنى فقط أضعافاً لمركز المساهمين القدامى ، بل قد يعنى كذلك أضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً (الجدد منهم والقدامى) على مجريات الأمور ، ويطلق بالتالى العنان لمجلس الادارة فى التصرف بحرية مما يزيد عن تكلفة الوكالة التى يتكبدها حملة الأسهم (Jensen & Meckling, 1967; Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984) .

٣ ـــ أنه فى ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لادارة المنشأة Information Asymmetry قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين أن قرار إصدار أسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتقاد الادارة بأن القيمة السوقية للأصول مغالٍ فيها ، ومن ثم فقد يحجموا عن شراء أسهم المنشأة (القديم منها والجديد) بالسعر الذى كانت تباع به قبل الاصدار الجديد (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers & Majluf, 1984; Bradford, 1987; Denis, 1991, P. 196).

إتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ـــ التى سبق الإشارة إليها فى الصفحات السابقة ـــ ظهرت فى السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة فى مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الانتاجية ، والأسهم العادية ذات التوزيعات التى تخصم قبل حساب الضريبة ، والأسهم العادية المضمونة القيمة .

١ ـــ الأسهم العادية للأقسام الانتاجية :

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التى تحققها المنشأة ككل . غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال فى الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من

الأسهم العادية . فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل ، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة « إى » E Class وربطت فيها التوزيعات ــ التى يحصل عليها حاملها ــ بالأرباح التى يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية ، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة « إتش » H Class وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التى يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات (Chen & Kensinger, 1988) . وعلى الرغم من المزايا التى قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم ، إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين على النحو الذى سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة .

٢ ــ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة :

الأصل أن التوزيعات التى يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التى ينبغى خصمها قبل حساب الضريبة . وفى الثمانينات صدر تشريع ضريبى فى الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التى تبيع حصه من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، فى ظل خطة معينة لمشاركتهم فى ملكية المنشأة Employee Stock Ownership Plan (ESOP) بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الايرادات قبل حساب الضريبة .

ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التى تمنح قرضاً لصندوق العاملين ــ المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم ــ من دفع الضريبة على ٥٠٪ من الفوائد التى تحصل عليها (Chen & Kensinger, 1988) . وقد يكون من الملائم فى هذا الصدد كشف اللثام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم ، لعله يفيد عند التفكير في خطة لمشاركة العاملين فى ملكية شركات القطاع العام فى مصر وغيرها من دول العالم العربى .

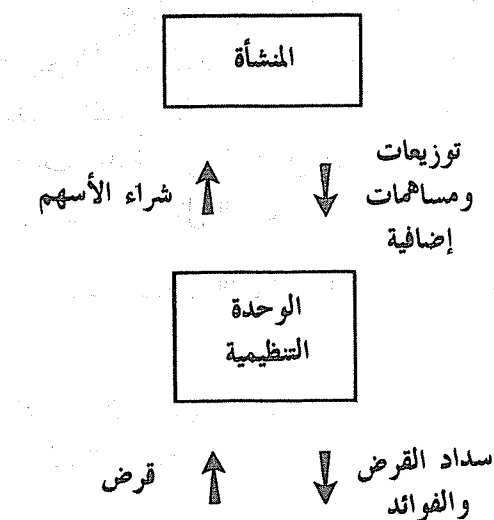
وفقاً للخطة المشار إليها تقوم وحدة تنظيمية مختصة ــ نيابة عن العاملين ــ بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدام حصيلته تمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة فى رأسمال الشركة التى يعملون فيها Leveraged ESOP Agreement . ويتم خدمة القرض (سداد قيمة القرض ذاته إضافة إلى الفوائد) من التوزيعات التى تتولد عن الأسهم المشتراه ، كما قد يتم خدمته من

مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة المعنية وتخصم قيمتها من الايرادات قبل حساب الضريبة ، وذلك فى حدود ٢٥٪ من إجمالى مرتبات العاملين .

ومن العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة أن الخصم الضريبى الذى يستفيد به المقرض يجعله فى موقف يسمح له بتخفيض معدل الفائدة على القرض ، وقد يصل التخفيض إلى حوالى ٤٪ (Taylor, 1988, P. 50) ، وهو ما يعنى بالتبعية تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم . كذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الايرادات قبل حساب الضريبة ـــ وهو ما لا يمكن أن يتحقق إلا فى ظل خطة المشاركة ـــ يعد دافعاً قوياً لقيام المنشأة المعنية بتقديم مساهمتها الاضافية لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة فى شراء الأسهم . بل وقد تذهب فى هذا الشأن إلى حد تقديم بعض الأصول كرهن لقيمة القرض المستخدم تمويل خطة المشاركة . وبالطبع يتوقع أن يتزايد حماس المنشأة إذا كانت أرباحها تقع فى شريحة تخضع لمعدل ضريبة مرتفع . ويلخص شكل ٢ ـــ ١ خطة المشاركة المشار إليها .

شكل ١ ـــ ٢

الاطار الأساسى لتنفيذ خطة المشاركة



ولتوضيح المزايا التى تحققها المنشأة من وراء خطة المشاركة ، دعنا نفترض أن منشأة ما تفكر فى تنفيذ اقتراح استثمارى تكلفته المبدئية ك ، وسوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية تباع للجمهور ويتوقع أن تبلغ توزيعاتها السنوية ت ، وهى قيمة إفترضنا أنها ثابتة من سنة إلى أخرى وذلك لتيسير التحليل . على ضوء هذه المعلومات يتحدد صافى القيمة الحالية لقرار تمويل الاستثمار على ضوء المعادلة ١ ــ ١ (Chen & Kensinger, 1988, P. 49) .

$$ص ق ح = ك - ت \left(\frac{١}{م} \right) \qquad (١ - ١)$$

حيث ص ق ح تمثل صافى القيمة الحالية لقرار الاصدار على فرض بيع الأسهم للجمهور ، ك تمثل التكلفة المبدئية للاقتراح وهى تعادل تماماً متحصلات بيع الأسهم العادية المصدرة بهدف تمويل الاقتراح ، ت تمثل القيمة السنوية للتوزيعات ، م تمثل معدل الخصم أى معدل العائد المطلوب على الاستثمار . أما القيمة ت $\left(\frac{١}{م} \right)$ فتمثل القيمة الحالية للتوزيعات[٣] .

ويمكن قراءة المعادلة ١ ــ ١ على النحو التالى : يترتب على قرار تمويل الاستثمار بإصدار أسهم تباع للجمهور تدفقات نقدية داخلة ، تتمثل فى قيمة صافى متحصلات بيع الأسهم العادية ــ وهى قيمة حالية بطبيعتها ــ وتعادل تماماً التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثمارى ممثلة فى قيمة ك . كما سيترتب على القرار كذلك تدفقات نقدية خارجة تتمثل فى التوزيعات المستقبلة التى تبلغ قيمتها الحالية ت $\left(\frac{١}{م} \right)$. ويمثل الفرق بين قيمة التدفقات الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات الخارجة صافى القيمة الحالية لقرار الاصدار أى القيمة ص ق ح .

والآن دعنا نفترض أن الأسهم العادية قد تم بيعها ضمن خطة لمشاركة العاملين فى ملكية المنشأة . حينئذ ستحصل المنشأة على اعفاءات ضريبية على التوزيعات ، كما ستحصل على إعفاءات ضريبية على أى مساهمات مالية

---

(٣) طالما أن التوزيعات لها صفة الدوام ، فإن معدل الخصم يصبح $\frac{١}{م}$ وليس $\left(\frac{١}{١ + م} \right)$.

أخرى ــ فى حدود ٢٥٪ من إجمالى الأجور ــ تقدمها لتدعيم الخطة . وتوضح المعادلة ١ ــ ٢ صافى القيمة الحالية لقرار تمويل الاستثمار بأسهم تباع للعاملين .

$$\text{ص و ح}^{*} = \text{ك} - \text{ت} \left(١ - \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{\text{م}} \right) - \sum_{\text{س} = ١}^{\text{ن}} \text{هـ}_{\text{س}} \left(١ - \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{١ + \text{م}} \right)^{\text{س}} \qquad (١ - ٢)$$

وتمثل ص و ح* القيمة الحالية لقرار تمويل الاستثمار باصدار أسهم تباع للعاملين فى المنشأة ، ص~ تمثل معدل الضريبة ، هـ تمثل القيمة السنوية للمساهمات الاضافية التى تقدمها المنشأة . أما الشق الثانى من الطرف الأيسر للمعادلة برمته فيمثل القيمة الحالية للتوزيعات وذلك بعد خصم الضريبة . كما يمثل الشق الثالث القيمة الحالية للمساهمات المالية بعد خصم الضريبة ، وعلى فرض أن المساهمات لم تتجاوز ٢٥٪ من إجمالى أجور العاملين .

وبطرح المعادلة ١ ــ ١ من المعادلة ١ ــ ٢ يتحدد صافى العائد من بيع الأسهم للعاملين بدلاً من بيعها للجمهور ، وهو ما توضحه المعادلة ١ ــ ٣ .

$$\text{العائد الصافى} = \left(\text{ت} \times \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{\text{م}} \right) - \sum_{\text{س} = ١}^{\text{ن}} \text{هـ}_{\text{س}} \left(١ - \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{١ + \text{م}} \right)^{\text{س}} \qquad (١ - ٣)$$

أو

$$= \left(\text{ت} \times \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{\text{م}} \right) - \left[\sum_{\text{س} = ١}^{\text{ن}} \text{هـ}_{\text{س}} \left(\frac{١}{١ + \text{م}} \right)^{\text{س}} - \sum_{\text{س} = ١}^{\text{ن}} \left(\text{هـ}_{\text{س}} \times \tilde{\text{ص}} \right) \left(\frac{١}{١ + \text{م}} \right)^{\text{س}} \right] \qquad (١ - ٣ أ)$$

وتشير المعادلة ١ ــ ٣ إلى أن العائد الصافى يساوى القيمة الحالية للوفورات الضريبية المتوقع أن تتولد عن التوزيعات التى تدفعها المنشأة $[(\text{ت} \times \text{صـ})\ (\frac{1}{\text{م}})]$ مطروحاً منها القيمة الحالية لصافى المساهمات الاضافية $[\ (\text{هـ}_{\text{س}}\ (1 - \text{صـ})\ (\frac{1}{1+\text{م}})^{\text{س}}\ ]$ التى قدمتها المنشأة ، وهى تساوى بدورها القيمة الحالية الاجمالية لتلك المساهمات $(\ \text{هـ}_{\text{س}}\ (\frac{1}{1+\text{م}})^{\text{س}}\ )$ مطروحاً منها الوفورات الضريبية الناجمة عنها $[\ (\text{هـ}_{\text{س}} \times \text{صـ})\ (\frac{1}{1+\text{م}})^{\text{س}}\ ]$ وذلك على النحو الذى توضحه المعادلة ١ ــ ٣ أ .

ومن المتوقع أن لا يُقْبِلْ المستثمرين على شراء تلك الأسهم إلا إذا كانت التوزيعات السنوية ــ على فرض توزيع كافة الأرباح التى تتحقق فى كل سنة ــ تساوى العائد الذى يطلبونه على الاستثمار فيها ، وهو ما يعبر عنه بالمعادلة ١ ــ ٤ .

$$\text{ت} = (\text{ن} \times \text{س}) \times \text{م} \qquad (١ ــ ٤)$$

حيث ن تمثل عدد الأسهم ، س تمثل قيمة السهم ، والقيمة (ن × س) تمثل إجمالى أموال المستثمرين الموجهة لشراء الأسهم . أما م فتمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار .

وطالما أن التوزيعات لها صفة الدوام فإن القيمة الحالية لها تتمثل فى قيمتها السنوية مخصومة بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ، وهو ما توضحه المعادلة ١ ــ ٥ .

$$\text{ت}\ (\frac{1}{\text{م}}) = \frac{\text{ن} \times \text{س} \times \text{م}}{\text{م}} = \text{ن} \times \text{س} \qquad (١ ــ ٥)$$

وهكذا يمكن إعادة صياغة المعادلة ١ ــ ٣ على النحو التالى :

العائد الصافى = صـ × (ن × س) ــ

$$\sum_{س = ١}^{ن} هـ_{س} \left(١ - ص \right) \left(\frac{١}{١ + م} \right)^{س} \quad (١ — ٦)$$

ولعل القارىء يشعر بالحاجة إلى مثال رقمى لعله يلقى المزيد من الضوء على الفكرة . دعنا نفترض أن منشأة ما تفكر فى تنفيذ اقتراح استثمارى تبلغ تكلفته المبدئية ١٠ مليون جنيه ، وقد توصلت إلى اتفاق مع العاملين يقضى بتمويل الاقتراح باصدار أسهم عادية جديدة تباع لهم فى ظل خطة لمشاركتهم فى ملكية المنشأة . أما القيمة السوقية للسهم فيتوقع أن تبلغ ١٠٠ جنيه ، كما يتوقع أن تبلغ التوزيعات السنوية للسهم الواحد ١٢,٥ جنيه . وكما يشير شكل ١ — ٢ سوف يبدأ القائمون على تنفيذ الخطة باتخاذ اجراءات الحصول على قرض يكفى لشراء الأسهم المطروحة (١٠ مليون جنيه) ، وسوف نفترض أنهم قد توصلوا إلى اتفاق مع إحدى المؤسسات المالية يقضى بالحصول على القرض المطلوب بمعدل فائدة قدره ٨٪ ، على أن يسدد أصل القرض والفوائد على عشرة أقساط سنوية . وتوضح المعادلة ١ — ٧ كيفية حساب قيمة القسط السنوى .

القسط السنوى = قيمة القرض ÷ ه ح د (١ — ٧)

حيث ه ح د تمثل القيمة الحالية لدفعة قيمتها جنيه تدفع سنوياً لمدة عشر سنوات ، وتستخرج من جدول القيمة الحالية على أساس معدل للخصم يساوى معدل الفائدة المتفق عليه .

وبناء عليه فإن قيمة القسط السنوى المطلوب سداده سوف تبلغ ١٤٩٠٣١٣ جنيه ، تطبيقاً للمعادلة ١ — ٧ .

القسط السنوى = ١٠٠٠٠٠٠٠ ÷ ٦,٧١ = ١٤٩٠٣١٣ جنيه

ووفقاً للخطة سوف يتم سداد القسط السنوى للقرض من التوزيعات السنوية ومن المساهمات الاضافية التى تقدمها المنشأة . وبالنسبة للتوزيعات السنوية فإنه يمكن تحديد قيمتها بضرب عدد الأسهم المتوقع اصدارها لتغطية التكلفة المبدئية للاستثمار (١٠٠ ألف سهم) فى القيمة المتوقعة للتوزيعات السنوية لكل سهم (١٢,٥ جنيه) وهو ما يمثل حصيلة تبلغ قيمتها ١,٢٥

مليون جنيه سنوياً . وهذا يعنى أن على المنشأة أن تساهم بدفع مبلغ سنوى يغطى الفرق بين قيمة القسط السنوى للقرض وبين قيمة التوزيعات السنوية ، أى مبلغ قدره ٢٤٠٣١٣ جنيه (١٤٩٠٣١٣ جنيه ـــ ١٢٥٠٠٠٠ جنيه) . ولكن هل تقبل المنشأة ذلك ، إذا ما فُرِضَ أن معدل الضريبة على أرباحها يبلغ ٢٨٪ ؟ الاجابة تتوقف على الناتج الصافى لتطبيق المعادلة ١ ـــ ٦ . فلو كان الناتج موجباً ، فإنه يعنى أن بيع الأسهم للعاملين ـــ حتى بعد تقديم تلك المساهمات الاضافية ـــ يحقق للمنشأة مكاسب ، ما كان يمكن أن تتحقق لو أنها باعت تلك الأسهم للجمهور .

العائد الصافى = ٢٨, × ١٠٠٠٠٠ × ١٠٠ − ٢٤٠٣١٣ (١ − ٢٨,) × ٦,٤١٨

= ٢٨٠٠٠٠٠ ـــ ١١١٠٤٧٦ = ١٦٨٩٥٢٤ جنيه

حيث القيمة ٦,٤١٨ تمثل القيمة الحالية لدفعة قدرها جنيه واحد تدفع سنوياً لمدة عشر سنوات بمعدل خصم قدره ٩٪ ، وهو ما يمثل معدل العائد ـــ بعد الضريبة ـــ على الاستثمار فى الأسهم[٤] .

وهكذا إمتلك العاملين حصة فى رأس مال الشركة ، وخرجت الشركة بمكاسب تزيد عما كان يمكن أن تحققه لو أنها باعت الأسهم للجمهور ، وذلك رغم تقديمها المساهمة المالية لدعم خطة المشاركة . وقد بلغت قيمة تلك الزيادة ١٦٨٩٥٢٤ جنيه . وحتى بالنسبة للمقرض فقد حقق هو الآخر بعض المكاسب . حقاً يبلغ معدل الفائدة الإسمى على القرض ٨٪ ، غير أن ٥٠٪ من الفوائد معفاه من الضريبة ، وهو ما يعنى أن معدل الفائدة الفعلى أكبر من ذلك . كيف ؟

إن كون ٥٠٪ من الفوائد معفاه من الضريبة يعنى أن ٤٪ من المعدل المنصوص عليه سيحصل عليه المقرض بالكامل ، بينما يخضع الباقى (٤٪) للضريبة . ولو فرض أن معدل الضريبة على أرباح المقرض ٣٦٪ فإن معدل الفائدة بعد خصم الضريبة الذى يحصل عليه المقرض سوف يبلغ ٦,٥٦٪ .

(٤) يحصل المستثمر على توزيعات قدرها ١٢,٥ جنيه عن كل سهم قيمته ١٠٠ جنيه ، وهو ما يعنى أن معدل العائد الذى يحصل عليه المستثمر يبلغ ١٢,٥٪ . ولما كانت التوزيعات التى تدفعها المنشأة على تلك الأسهم تخصم قبل حساب الضريبة وفقاً للقانون ، فإن التكلفة الفعلية التى تدفعها المنشأة لحملة تلك الأسهم سيبلغ معدلها ٩٪ [١٢,٥ (١ ـــ ٢٨,)] .

معدل الفائدة بعد الضريبة = ٤٪ + ٤٪ (١ ــ ,٣٦) = ٦,٥٦٪

وهذا المعدل فى الواقع يدر على المقرض عائداً يتساوى مع عائد قرض آخر يقدمه بمعدل فائدة اسمى أكبر من ٨٪ ، ولكنه لا يتمتع بأى اعفاءات ضريبية . ويمكن حساب المعدل الاسمى للقرض المُفترض وذلك باستخدام المعادلة ١ ــ ٨ .

ف* = ف (١ ــ ص~) (١ ــ ٨)

حيث ف* تمثل معدل الفائدة بعد الضريبة على قرض تمويل خطة المشاركة . أما ف فتمثل معدل الفائدة الاسمى أى المعدل قبل الضريبة ، الذى يحصل عليه المقرض لو أنه استخدم أمواله للاقراض فى مجال آخر غير تمويل خطة المشاركة .

٦,٥٦ = ف (١ ــ ,٣٦)
ف = ١٠,٢٥٪

ومعنى هذا أنه بسبب الاعفاء الضريبى المصاحب لخطة المشاركة ، يتساوى العائد الفعلى (العائد بعد الضريبة) للقرض المستخدم فى تمويل الخطة والذى يبلغ معدل الفائدة الاسمى عليه ٨٪ ، مع عائد قرض آخر يحمل فائدة إسمية معدلها ١٠,٢٥٪ لكنه لا يتمتع بالاعفاء الضريبى ، وهذه بالطبع مكاسب سيحرص عليها المقرض .

٣ ــ الأسهم العادية المضمونة :

الأصل فى السهم العادى أنه ليس لحامله الحق فى الرجوع إلى المنشأة التى أصدرته وذلك فى حالة إنخفاض قيمته السوقية . غير أنه فى عام ١٩٨٤ ظهرت ــ لأول مرة ــ فى الولايات المتحدة الأمريكية أسهماً عادية تعطى لحاملها الحق فى مطالبة المنشأة بالتعويض ، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين ، خلال فترة محدودة عقب الاصدار Puttable Common Stocks . أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين ، أو إذا تجاوز الإنخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق فى

المطالبة بأى تعويض . وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق Rights التعويض وذلك مقابل الأسهم المشتراه . ويطلق على الأسهم والحقوق المقررة بالوحدات Units كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة Unitholder . هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض (Chen & Kensinger, 1988, P. 28) .

ولعل القارىء قد توصل إلى استنتاج جوهرى بشأن هذا النوع من الأسهم ، وهو أن المستثمر يمكنه ــ خلال فترة التعويض ــ تحقيق أرباحاً رأسمالية مع كل إرتفاع فى قيمتها السوقية ، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض ، وحينئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وبين الحد الأدنى للقيمة السوقية الذى تَضْمَنُهُ المنشأة . أما إذا تجاوز انخفاض القيمة الحد المشار إليه ، فلن يتعرض المستثمر لأى خسارة إذ يمكن حينئذ المطالبة بالتعويض . بإختصار لا يوجد حد أقصى للمكاسب التى يحققها المستثمر فى حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، أما الخسائر فى حالة انخفاض القيمة السوقية فمحدودة على النحو المشار إليه . وهذه المزايا تماثل تماماً مزايا الاختيار الذى سيعرض له الفصل الثانى ، كما تشبه إلى حد كبير مزايا السندات التى يمكن تحويلها إلى أسهم والتى سنعرض لها فى نهاية هذا الفصل .

ولكن كيف يتم تعويض المستثمر عن الانخفاض فى القيمة السوقية للسهم ؟ الأصل أن يكون التعويض من خلال اصدار أسهم عادية اضافية يتم توزيعها على المستثمرين . وبالطبع يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التى سبق أن اشتراها ، كما يتوقف على مقدار الانخفاض فى القيمة السوقية للسهم . وكما يبدو فإن التعويض بإصدار أسهم عادية يحمل فى طياته زيادة فى ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى . فإنخفاض القيمة السوقية للسهم هو إنخفاض له سمة العمومية يصيب كل من الملاك القدامى والملاك الجدد ، فى حين أن الملاك الجدد هم وحدهم الذين يحصلون على أسهم اضافية مجانية على سبيل التعويض ، بما يعنى زيادة حصتهم فى ملكية المنشأة . وإذا ما كان الانخفاض فى

القيمة السوقية للسهم كبيرة ، فإن إصدار قدر كبير من الأسهم الاضافية لتعويض الملاك الجدد ، من شأنه أن يؤدى إلى مزيد من الانخفاض فى القيمة السوقية للسهم ، وهو ما يؤدى بالتبعية إلى تضاؤل نسبى فى نصيب الملاك القدامى فى ممتلكات المنشأة .

يضاف إلى ذلك أن هناك حدا أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشأة باصدارها ، وذلك على النحو المحدد فى عقد التأسيس . وعليه فإن الانخفاض الكبير فى القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة ، وذلك إذا ما كان من شأن الاصدار الجديد أن يؤدى إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها ، وحينئذ تكون تصفية المنشأة (وهى حالة مشابهة للافلاس) هى أحد الحلول المحتملة . أما الحل البديل فهو استمرار المنشأة مع انتقال ملكيتها إلى الملاك الجدد .

ولتخفيف حدة الانتقادات التى توجه إلى اصدار هذا النوع من الأسهم استخدمت بعض المنشآت آليات بديلة لتعويض الملاك الجدد عن إنخفاض القيمة السوقية للسهم . وقد تمثلت تلك الآليات فى النص على أن من حق المنشأة دفع قيمة التعويض فى صورة نقدية ، أو فى صورة أسهم ممتازة ، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل وتحمل سعر فائدة متحرك Floating Interest Rate وبتاريخ استحقاق وبقيمة اسمية محددين مقدماً (Chen & Kensinger, 1988, PP. 28-29) .

وقد يشك القارىء فى فاعلية الآليات البديلة ــ وربما يكون شكه فى محله ــ على أساس أن تلك الآليات لا تخلو هى الأخرى من العيوب . فالتعويض النقدى قد ينتهى بالمنشأة إلى التصفية ، وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب . كذلك فإن التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل يُعَرض المنشأة للافلاس ، وذلك فى حالة فشلها فى تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المذكور .

أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم ممتازة ، فمن شأنه أن يجنب المنشأة التعرض لمخاطر التصفية ، وهو ما يعنى انخفاض حجم المخاطر التى يمكن

أن يتعرض لها مشترى السهم . وغنى عن البيان أن انخفاض المخاطر يعنى امكانية بيع السهم بسعر مرتفع ، مما يعنى زيادة حصيلة بيع الاصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية . ومع هذا فإن للتعويض بالأسهم الممتازة بعض المشاكل .

فالأسهم الممتازة المصدرة فى مثل هذه الظروف لها بعض السمات الخاصة . ففضلاً عن أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية فى حالة الافلاس ، وأن القيمة الاسمية للسهم لابد وأن تساوى القيمة الاسمية للسهم العادى ، فإن لحامل تلك الأسهم الحق فى توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادى ، كما أن له الحق فى التصويت فى الجمعية العمومية (Chen & Kensinger, 1988, P. 35) ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات المنشأة تتحول آلياً من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد ، إذا ما بلغ ما يمتلكونه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت ، عدداً يفوق ما يمتلكه الملاك القدامى .

ورغم الانتقادات التى يمكن أن توجه للأسهم المضمونة فإن لها عديد من المزايا من أهمها كفالة الحماية لبنوك الاستثمار ، وضمان التصريف الكامل للاصدار ، وإمكانية استخدامها كبديل عن السندات القابلة للتحويل ، ومساهمتها فى تجنب بعض المشكلات المرتبطة بأسهم أقسام الانتاج . هذا إلى جانب كونها وسيلة لتخفيض تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمرين . ونظراً لارتباط تلك المزايا بعديد من الموضوعات التى سيعرض لها هذا الكتاب ، فسوف تحظى بقدر من التفصيل .

١ ــ حماية بنوك الاستثمار :

من بين الوظائف التى تقوم بها بنوك الاستثمار ــ كما سيتضح فى الفصل الثالث ــ التعهد بتصريف الأوراق المالية التى أصدرتها المنشأة المعنية بسعر متفق عليه . وإذا ما خشى المستثمرين تعرض القيمة السوقية للسهم المصدر إلى هبوط كبير أثناء فترة طرحه للبيع للجمهور ، فإن هناك إحتمال بأن يعيد بعضهم بيع ما سبق أن اشتروه ، وهو ما يعنى انخفاض الطلب على الاصدار الجديد وتعريض بنوك الاستثمار لخسائر فادحه . ومن المعتقد أن الأسهم المضمونة السعر من شأنها أن تُجنب بنك الاستثمار جزءاً من تلك الخسائر . إذ

قد لا يتوافر الدافع لدى المستثمر لإعادة بيع ما اشتراه خلال فترة تسويق الاصدار ، وذلك طالما أن المنشأة ملتزمة خلال فترة معينة بتعويضه عن إنخفاض القيمة السوقية للسهم عندما يصل الانخفاض إلى حد معين . والنتيجة هى تحقيق قدر من الاستقرار للسعر الذى يباع به .

٢ ــ ضمان التصريف الكامل للاصدار :

عادة ما تواجه المنشآت الصغيرة التى تتحول من منشآت خاصة ــ تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين ــ إلى منشآت عامة ــ تتداول أسهمها فى أسواق رأس المال ــ صعوبة تصريف ما تصدره من أوراق مالية (Ritter, 1988) . فخبرة المتعاملين فى أسواق رأس المال تشير إلى أن العائد المرتفع على الاستثمار فى الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت الصغيرة تحققه أقلية من المستثمرين ، هم أولئك الذين لديها معلومات خاصة عن ما يجرى فى داخل المنشأة . وبناء على تلك المعلومات تكون قراراتهم الاستثمارية أكثر صواباً ، بمعنى أنهم يستطيعون ــ إلى حد كبير ــ تمييز الأوراق المالية المربحة من الأوراق المالية غير المربحة التى تصدرها تلك المنشآت(٥) . وبسبب صغر حجم اصداراتها تكون حصة هؤلاء المستثمرين من الأوراق المالية المربحة أكبر من حصتهم من الأوراق المالية غير المربحة . والعكس بالنسبة للمستثمرين من غير ذى المعلومات ، إذ تكون حصتهم من الأوراق المالية المربحة أقل من حصتهم من الأوراق المالية غير المربحة .

وعلى ضوء تلك الخبرات المتراكمة عبر الزمن قد يحجم المستثمرين من غير ذى المعلومات عن توجيه أموالهم للاستثمار فى الأسهم العادية التى تصدرها تلك المنشآت ، مما قد يؤدى بالتالى إلى رفض بنوك الاستثمار التعاقد معها على أساس الالتزام بالتصريف الكامل لاصداراتها . وفى ظل هذه الظروف قد تكون الأسهم المضمونة هى الوسيلة الوحيدة لمواجهة الموقف . فالمستثمرين من غير ذوى المعلومات قد يقبلون على شراء الأسهم المضمونة دون خوف من أن تكون قيمتها السوقية مغال فيها . إذ لو حدث ذلك فلن تلبث أن تنخفض

(٥) يقصد بالأوراق المالية المربحة تلك التى تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية ، مما يعنى وجود فُرص مستقبله لتحقيق أرباح رأسمالية .

قيمتها السوقية بعد فترة وجيزة ، ربما إلى المستوى الذى يُمَكِنُهم من المطالبة بالتعويض على النحو الذى سبقت الاشارة إليه . بعبارة أخرى إنتقلت مخاطر نقص المعلومات عن المنشأة ـــ فى ظل الأسهم المضمونة ـــ من المستثمرين المحتملين إلى الملاك الأصليين (Chen & Kensinger, 1988) الذين سيتكبدون قيمة التعويض .

٣ ـــ تعتبر بديلاً مرغوباً للسندات القابلة للتحويل :

تثير سمات السندات القابلة للتحويل ـــ التى سنعرض لها فى نهاية هذا الفصل ـــ التساؤل عن مدى إمكانية الاعتماد عليها كبديل للأسهم المضمونة . غير أن فان هورن (Van Horne, 1985) يشير إلى عكس ذلك إذ يرى أن الأسهم المضمونة هى التى تعتبر بديلاً مرغوباً عن السندات التى يمكن تحويلها إلى أسهم . فالمنشآت العريقة Mature Corporation عادة ما تتخذ قرار تشكيل رأس المال على أساس التوازن بين الوفورات الضريبية وبين تكلفة كل من الافلاس والوكالة . وإذا ما كانت المنشأة قد ذهبت فى استخدامها للأموال المقترضة إلى الحد الذى وصلت معه إلى حالة التوازن ـــ وهو احتمال غير بعيد ـــ عندئذ يكون من الأفضل تمويل احتياجاتها الاضافية من الأسهم العادية المضمونة بدلاً من السندات ، وذلك حتى لا ترجح كفة التكاليف على كفة الوفورات .

وحتى بالنسبة للمنشآت الجديدة Young Firms التى عادة ما لا يكون للتوازن المشار إليه تأثير كبير على قرار تشكيل هيكل رأس المال ، نجدها تفضل الأسهم المضمونة رغبة منها فى تخفيض مخاطر الافلاس ، ولاظهار صافى الربح بعد الضريبة بقيمة أكبر ، نظراً لأن التوزيعات ـــ على عكس فوائد القروض ـــ لا تخصم من الايرادات قبل حساب الضريبة[٦] .

ويضيف تشن وكنسنجر (Chen & Kensinger, 1988) أفضلية الأسهم المضمونة على السندات القابلة للتحويل ، وذلك للمنشآت الصغيرة التى ترغب فى توفير الحد الأدنى من صافى الربح اللازم لتسجيل ـــ أو بقاء تسجيل ـــ

(٦) من الثابت أن مخاطر الافلاس تتناسب عكسياً مع عمر المنشأة . لمزيد من التفصيل انظر (Schall & Haley, 1988, P. 784; Burno et al, 1987; Sharma & Mahajan, 1980)

أسهمها لدى البورصة ، وكذا للمنشآت التى تهدف إلى الفوز بعقود حكومية تشترط حدا أدنى من صافى الربح السنوى . كما يضيف شابيرو ,Shapiro) (1985 أن إظهار صافى الربح فى صورة أفضل من شأنه أن يدعم مركز المنشأة بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية التى تزودها بما تحتاجه من قروض .

٤ ــ تجنب مشكلات أسهم أقسام الانتاج :

عندما أصدرت شركة جنرال موتورز الأسهم العادية من فئة إى E وفئة إتش H على النحو الذى سبقت الاشارة إليه ، حدث تعارض بين مصالح حملة هذين النوعين من الأسهم (Chen & Kensinger, 1988, P. 36) بسبب أسعار التحويل Transfer Pricing . فإرتفاع أسعار تحويل السلع والخدمات التى ينتجها قسم أنظمة المعلومات الالكترونية مثلاً ، يعد فى صالح حملة أسهم ذلك القسم ، غير أنه قد يلحق الضرر بحملة أسهم قسم إنتاج أجزاء الطائرات . وحيث أنه لا يوجد لدى المتعاملين فى أسواق رأس المال أى معلومات عن الخطوات التى سوف تتخذها الادارة مستقبلاً لحل تلك المشكلة ، فإن الطلب على أسهم كلا المجموعتين يحتمل أن ينخفض ، وتنخفض معه القيمة السوقية للسهم .

ويعتقد شن وكنسنجر (P. 36) أنه قد يمكن تجنب الانخفاض فى قيمة السهم ــ والذى يعد نوعاً من تكلفة الوكالة ــ لو أن السهم يحمل شرط التعويض . ففى ظل هذا الشرط الجزائى يتوقع أن تتخذ الادارة العليا قرارات متوازنة فى شأن أسعار التحويل ، أو فى شأن أى مشكلة مماثلة من شأنها أن تؤثر عكسياً على القيمة السوقية للسهم ، وذلك تجنباً لدفع التعويض . والنتيجة المنطقية لذلك هو شعور المستثمرين المحتملين بنوع من الاطمئنان قد يتحقق معه الاستقرار فى الطلب وفى القيمة السوقية للسهم بالتبعية .

٥ ــ تخفيض تكلفة نقص المعلومات لدى المستثمرين :

قد يكون لدى إدارة المنشأة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للمنشأة ، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات ربما للاحتفاظ بأسرار المنشأة بعيداً عن أعين المنافسين أو لأى سبب آخر . وفى ظل نقص

المعلومات Information Asymmetry لدى المستثمرين المحتملين بشأن ذلك الازدهار ، يتوقع أن تباع الورقة المالية بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية (Chen & Kensinger, 1988, P. 32) ويمثل الفرق نوع من تكلفة الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمر Information Asymmetry Costs المحتمل (Ritter, 1988; Beatty & Ritter, 1986; Rock, 1986) . هذا وتختلف نسبة تلك التكاليف باختلاف الورقة المالية ، إلا أن من المؤكد أنها تكون أكبر فى حالة الأسهم العادية مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات .

ويعتقد شن وكنسنجر (P. 33) أن اصدار الأسهم العادية مصحوبة بضمان حد أدنى للقيمة يسهم فى تخفيض تلك التكاليف . فضمان القيمة ـــ يعد فى حد ذاته ـــ إشارة Signal غير مباشرة عن مستقبل مزدهر للمنشأة ، الأمر الذى قد يشجع المستثمرين على شراء أسهمها بقيمتها الحقيقية أو بقيمة قريبة منها . يضاف إلى ذلك أنه فى ظل المعلومات المتاحة عن رواج محتمل لن تخشى ادارة المنشأة تكبد تعويضات ، على أساس أن احتمال انخفاض القيمة السوقية للسهم يعد احتمالاً ضئيلاً . ولكن ماذا لو أن الاشارة غير المباشرة عن المستقبل المزدهر لم تُفهم من قِبَل المتعاملين فى السوق ، وانخفضت القيمة السوقية إلى الحد الذى يقتضى دفع التعويض ؟ حينئذ يُفَضل أن يدفع التعويض نقداً أو فى صورة أوراق تجارية أو مالية وليس فى صور أسهم عادية أو ممتازة ، وذلك تجنباً لأى آثار عكسية محتملة على حملة الأسهم القدامى ، وحتى لا يستفيد حملة الأسهم المضمونة مرة أخرى عندما يحدث الازدهار المرتقب وترتفع القيمة السوقية للسهم .

الأسهم الممتازة :

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية (وان كانت تختلف عن الملكية التى تنشىء عن السهم العادى) له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، شأنه فى ذلك شأن السهم العادى . غير أن القيمة الدفترية تتمثل فى قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر فى دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة(٧) . وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص

(٧) ليس للأسهم الممتازة نصيب فى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة التى قد تظهر فى الميزانية العمومية .

على استدعائه فى توقيت لاحق ، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول السندات .

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية فى أموال التصفية . كما أن له الحق فى توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم . وإذا لم تتحقق أرباح فى سنة مالية ما أو تحققت أرباحا ولكن قررت الادارة عدم توزيعها ، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية فى أى سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم فى السنوات السابقة Cumulative Stock . ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك (Francis, 1986, P. 35) أى تنص على أن الحق فى التوزيعات يكون فقط عن السنوات التى تحققت فيها أرباح Non-Cumulative Stock .

وتتمتع المنشآت التى تعتمد على الأسهم الممتازة فى التمويل ببعض المزايا من أهمها أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات فى كل سنة تتحقق فيها أرباح ، وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين ، وأنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا فى الحالات التى تعانى فيها المنشأة من مشاكل عويصة . كذلك فإن اصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم فى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلة للمنشأة . يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن اعطاء المنشأة الحق فى استدعاء الأسهم التى أصدرتها ، أى إعادة شرائها وذلك فى مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية . ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمنشأة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة فى السوق ، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التى سبق أن أصدرتها واحلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض .

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب ، وأول ما يذكر فى هذا الصدد هو ارتفاع تكلفتها نسبياً . فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة ــ على عكس الفوائد ــ لا تخضع للضريبة ، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها

وفورات ضريبية . يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التى يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد (Samuels & Wilkes, 1986, P. 186) . فعلى عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دورى ، كما أنه فى حالة الافلاس وتوزيع أموال التصفية يأتى حملة الأسهم الممتازة فى المرتبة الثانية .

كذلك يعاب على الأسهم الممتازة الزامية التوزيعات . حقاً ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم فى الأرباح إلا إذا قررت الادارة توزيعها ، إلا أنهم يحتفظون بحقهم فى الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التى لم يجرى فيها توزيع Cumulative Feature وذلك من أرباح سنة لاحقة (Block & Hirt, 1978, P. 371; Samuels & Wilkes, 1986, P. 186) يضاف إلى ذلك عيب ثالث يتمثل فى حق حملة هذه الأسهم فى التصويت على بعض القرارات من بينها تلك التى تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات ، كما يكون لهم الحق فى التصويت أيضاً عند مواجهة المنشأة لبعض المشكلات مثل عدم كفاية الأموال التى ينبغى إحتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة .

إتجاهات جديدة فى شأن الأسهم الممتازة :

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة ، والأسهم الممتازة التى لها حق التصويت . وحيث أنه قد تم مناقشة النوع الأخير عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة ، فسوف نقتصر هنا على تناول الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة .

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم . وفى عام ١٩٨٢ ظهر فى الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية (Francis, 1986, P. 36, Brigham, 1989, P. 525) هى سندات الخزانة Treasury Bonds ، على أن يجرى تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغير الذى يطرأ على معدل العائد على تلك السندات Adjustable Rate Preferred Stocks (ARPS) . وللمحافظة

على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن ٧,٥٪ من القيمة الاسمية للسهم ، وأن كان يُشترط أيضاً أن لا تزيد النسبة عن ١٥,٥٪ من تلك القيمة .

السندات التي تصدرها منشآت الأعمال :

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو إتفاق Indenture بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) . وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول ، الذى يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة . وقد ينطوى العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد Mortgage Bonds or Secured Bonds ، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق . كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق (Radcliffe, 1982, PP. 31-32) .

ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة ما يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات ، وأن مشترواته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للاصدار ، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة إستيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد . لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً تجارياً ، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين Trustee يوكل إليه بتلك المهمة (Radcliffe, 1982, P. 31) .

هذا وقد يكون السند لحامله Bearer Bond وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل . وفى تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المختص أى الأمين Trustee بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون Coupon Bonds . أما السند المسجل باسم المستثمر Registered Bond فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند . ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك ، إلا أنه غير قابل للتداول على

نحو مماثل للنوع السابق . أما معدل الفائدة أو معدل الكوبون Coupon Rate لكلا النوعين فتحدده المنشأة على ضوء استشارة بنك الاستثمار المختص بتسويق تلك السندات . وعادة ما يتم ذلك على ضوء عدد من المتغيرات من بينها مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات فى مواعيد الاستحقاق ، والمركز الائتمانى للمنشأة ، وما إذا كان السند قابل للتحويل إلى سهم عادى ، ومستقبل الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة ، والرهونات المتاحة لخدمة الاصدار ، وأسعار الفائدة السائدة فى السوق ، وحجم المنشأة ، وما شابه ذلك (Francis, 1986, P. 21) .

ويأمل بنك الاستثمار المختص أن يباع السند عند اصداره بالقيمة الاسمية المدونة عليه ، وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين فى السوق بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم المخاطر التى يتعرض لها الاستثمار فى تلك السندات . أما إذا كان الاعتقاد السائد يقضى بأن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى فى ذات المستوى من المخاطر ، فسوف يباع السند بخصم على قيمته الاسمية At a Discount ، وهو ما يعتبر بمثابة تعويض للمستثمر . وغنى عن البيان أن معدل الخصم مضافاً إليه معدل الكوبون لابد وأن يساوى على الأقل معدل الكوبون على السندات التى على نفس المستوى من المخاطر ، وذلك حتى يجد السند مستثمرين راغبين فى شرائه .

أما إذا كان معدل الكوبون للسهم أعلى من مثيله لسندات على ذات المستوى من المخاطر ، فسوف يباع السند بقيمة أعلى من قيمته الاسمية At a Premium ، وذلك كنوع من التعويض للمنشأة المصدرة . ومن المتوقع أن ترتفع القيمة السوقية للسند إلى المستوى الذى يكون فيه معدل الكوبون مطروحاً منه معدل الزيادة عن القيمة الاسمية ، مساوياً لمعدل الكوبون للسندات التى على نفس المستوى من المخاطر (Francis, 1986, P. 22) . ويوضح جدول ١ ــ ١ الكيفية التى تنشر بها أسعار تلك السندات فى صحيفة وول ستريت .

يشير العمود الأول من جدول ١ ــ ١ إلى اسم السند ومعدل الكوبون وتاريخ الاستحقاق ، فمثلاً ٩٠٠٤ تعنى أن السند يحمل معدل كوبون ٩٪

وتاريخ استحقاقه هو عام ٢٠٠٤ ، أما ١١ $\frac{٣}{٨}$ ٧ فتعنى أن معدل الكوبون $\frac{٣}{٨}$ ٧٪ وتاريخ الاستحقاق هو سنة ٢٠١١ . أما العمود الثانى فيكشف عن معدل العائد الحالى على الاستثمار (.Current Yield (Yld وهو عبارة عن نسبة الفوائد مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية فى تاريخ النشر إلى السعر الذى بيع به السند عند الاصدار . وبالنسبة لحجم التعامل (.Volume (Vol فيظهر فى العمود الثالث ، يتبعه العمود الرابع الذى يشير إلى سعر الاقفال (Close) ،

جدول ١ ــ ١

الكيفية التى تظهر بها أسعار سندات منشآت الأعمال فى صحيفة وول ستريت

NEW YORK EXCHANGE BONDS

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg.
Mobil 7⅜91	7.9	50	96⅜	− ⅜
Mobil 13.76s04	13.1	2	105⅛	...
Mobil 8¼92	8.4	221	98⅜	+ ½
Mobil 8⅜94	8.8	54	98⅛	+ ⅜
Mobil 8.7s91	8.7	10	99¾	+ 1
MonyM 7s90	cv	10	96	...
Moran 8¾08f	cv	75	70½	+ ½
Morgn 4¾98	cv	11	190	+ 4⅜
MISTI 7⅜11	9.6	5	77⅛	− ⅜
MISTI 7¾13	9.5	20	81½	+ ⅞
MISTI 9⅝15	9.8	8	98	+ ⅜
MISTI 7⅞16	9.5	1	82½	+ 2¼
MISTI 9¼14	9.8	1	94	...
NBI 8¼07	cv	11	42	...
NCNB 8⅜99	9.3	5	90	+ 1¾
NConv 9s08	cv	1	83	+ 1½
NIGyp zr04	...	36	69½	− ¼
NInd 10s99	10.9	1	92	− ⅛
NMed 9s06	cv	112	103¾	− ¼
NMed 8s08	cv	39	89¼	− ½
NMed 12¾99A	12.4	4	103	...
NMed 12½00	12.1	9	103	− 2
NMed zr04	...	3	29½	...
NRUt A9¾09	10.0	15	97⅜	− 1⅛
NStl 8⅜06	11.0	7	76⅜	+ 1
Navstr 6¼98	8.2	5	76⅜	+ 1⅜
Navstr 8⅜95	9.3	8	92½	+ 1
Navstr 9s04	10.3	3	87⅛	− 1
NavFin 8⅜91	9.0	5	96¼	− ⅛
NavFin 7⅜93	8.5	5	89¼	...
NJBTI 7¾13	9.7	30	80¼	− ¾
NJBTI 8s16	9.7	3	82⅜	− ⅜
NJBTI 8¾18	9.5	25	91⅞	+ ⅞
NYEG 7⅜01	9.2	1	83	+ 1¾
Newhal 6¾11	6.2	25	108½	+ 3¼
NIMP 8.35s07	9.9	7	84⅜	+ 1⅞
NoNG 8s91	8.3	10	95⅞	...
NwnBI 7⅞11	9.5	56	83¼	+ ½
NwnBI 7½05	9.2	5	81¾	+ ⅛
NwnBI 9½16	9.9	65	96¼	...
Oakwd 6½12	cv	25	58	...
OccP dc9.65s94	9.9	357	97⅜	...
OccIP d8.95s94	9.4	131	94¾	+ ⅛
OccIP 10s91	9.9	17	101⅛	+ ⅛
OccIP 10½93	10.3	20	101⅜	+ ⅛
OccIP 10⅞96	10.6	110	103	− ¼
OhBIT 7⅞13	9.5	5	82½	...

فالعمود الخامس الذى يكشف عن نسبة التغير .Net Chg فى سعر اقفال اليوم عن سعر إقفال الأمس . فمثلاً التغير فى سعر أول سند فى جدول ١ ــ ١ كان ٥/٨ بينما كان سعر الاقفال ٩٦ ٥/٨ مما يعنى أن سعر إقفال الأمس كان ٩٦ . ولعل القارىء قد لاحظ أن أسعار سندات منشآت الأعمال تنشر بكسر ١/٨ مثلها مثل الأسهم العادية ، مع ملاحظة أن الكسر ٢/٨ يظهر بقيمة قدرها ١/٤ ، والكسر الذى قيمته ٤/٨ يظهر بقيمة قدرها ١/٢ .

وتتفاوت تواريخ إستحقاق السندات ، فقد تكون من النوع قصير الأجل (٥ سنوات فأقل) أو من النوع متوسط الأجل (٥ ــ ١٠ سنوات) أو طويل الأجل الذى قد يمتد إلى ٢٠ سنة وربما أكثر . وقد ينص عقد الاصدار على حق المنشأة فى استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق Callable Bonds . وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية ، ترتب عليها انخفاض فى مستوى أسعار الفائدة فى السوق عما كانت عليه عند اصدار السندات . فحينئذ تقوم المنشأة باستدعائها واصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل ، يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة . ولتعويض المستثمر عن المخاطر التى ينطوى عليها الاستدعاء ، عادة ما ينص على قيمة للإستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند (Francis, 1986, P. 22) ، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء Call Premium . هذا فضلاً عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر ، فى صورة معدل مرتفع للكوبون وذلك بالمقارنة مع معدل الكوبون على سندات مماثلة من حيث المخاطر لكنها غير قابلة للاستدعاء NonCallable Bonds .

وعادة ما تودع المنشأة أقساط سنوية Sinking Funds لدى بنك الاستثمار المختص تسمح لها مستقبلاً بإجراء عملية الاستدعاء (Radcliffe, 1982, P. 31) . أما إذا لم يتم استدعاء السندات أو كانت السندات غير قابلة للاستدعاء ، حينئذ ينبغى أن تكون الأقساط المتجمعة كافية لرد قيمة السندات بالكامل فى تاريخ الاستحقاق ، وإلا تعرضت المنشأة لمخاطر الافلاس . وغنى

عن البيان أنه حتى إذا كانت السندات غير قابلة للاستدعاء فإنه يمكن استهلاك جزء منها على الأقل ، وذلك بشرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد .

وإذا ما أصدرت المنشأة سندات بضمان بعض الأصول ، حينئذ يكون لحاملها الأولوية فى استرداد مستحقاته من الأصل المرهون First Mortgage . وإذا ما صدرت فيما بعد مجموعة أخرى من السندات (إصدار آخر) بضمان ذات الأصول فإن حقوق حملتها تأتى فى المرتبة الثانية Junior Mortgage . وإذا ما تعرضت المنشأة للافلاس ، وترتب على إعادة تنظيمها إصدار سندات جديدة فيكون لحملة تلك السندات (السندات الجديدة) الأولوية لاسترداد مستحقاتهم متقدمين على حملة السندات التى صدرت قبل التعرض للافلاس Prior Line Bonds حتى ولو كانت مضمونة .

إتجاهات جديدة فى شأن السندات :

فى العشرين سنة الأخيرة استحدثت أنواعاً جديدة من السندات ، لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية فى ناحية أو أخرى . فهناك السندات التى لا تحمل كوبون ، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك ، والسندات ذات الدخل ، والسندات منخفضة الجودة ، وسندات المشاركة .

فبالنسبة للسندات التى لا تحمل معدلاً للكوبون Zero Coupon Bonds فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعها فى السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذى يحققه المستثمر . وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أى عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع ، فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السنوية وذلك بناء على معدل العائد السنوى ، الذى يتم حسابه بناء على فكرة معدل العائد الداخلى ، (Brigham, 1989, P. 480; Brigham & Gapenski, 1987, P. 438) التى عادة ما يُشَارُ إليها فى مؤلفات الادارة المالية .

أما السندات ذات معدل الفائدة المتحرك Floating Rate Bonds فقد

استحدثت فى بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التى أدت إلى رفع معدلات الفائدة ، مما ترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل ، بشكل أَلْحَقَ بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة . وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئى يستمر العمل به لمدة ستة أشهر ، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية فى السوق (Brigham, 1989, P. 483) .

وبالنسبة للسندات ذات الدخل Income Bonds فإنها تتمشى إلى حد بعيد مع احتياجات البنوك الاسلامية ، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد فى السنوات التى لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً . ومع هذا فقد ينص فى بعض عقود الاصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح ، وذلك من أرباح سنة لاحقة Cumulative Provision . كما قد ينص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها Sinking Fund . إضافة إلى نص ثالث محتمل وهو أن يكون لحاملها الحق فى طلب تحويلها إلى أسهم عادية (Schall & Haley, 1988, P. 692) .

أما بالنسبة للنوع الرابع وهى السندات الرديئة (متواضعة الجودة) Junk Bonds فقد استحدثت فى الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الادارة لحصة كبيرة فى رأس مال المنشأة Leveraged Buyout التى يديرونها ، وذلك باصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة فى السوق . وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة فى نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، بشكل يجعل الاستثمار فى تلك السندات محفوفاً بقدر كبير من المخاطر . وهو ما يقتضى أن يكون معدل الكوبون الذى تحمله مرتفعاً ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر (Brigham & Gapenski, 1987, PP. 422-443) (هندى ، ١٩٩٠) وذلك على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل الخامس . وأخيراً تعطى سندات المشاركة Participating Bonds للمستثمر الحق ليس فقط فى الفوائد الدورية بل وفى جزء من أرباح المنشأة (Brigham, 1989, P. 480) .

الأوراق المالية القابلة للتحويل :

يقصد بالأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities السندات والأسهم الممتازة التى يمكن تحويلها إلى أسهم عادية ، إذا ما رغب حاملها فى ذلك . وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية . وبالطبع لا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل Conversion Value أعلى من سعر الاستدعاء Call Price . ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة فى معدل التحويل Conversion Ratio أى مضروبة فى عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل . وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل Conversion Price إذ يتمثل سعر التحويل فى القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل (Francis, 1986, P. 38) .

ولتوضيح ما تعنيه تلك المصطلحات دعنا نفترض أن القيمة الاسمية للسند هى ١٠٠٠ جنيه وأنه يمكن تحويله إلى ٥ أسهم . حينئذ يكون معدل التحويل ٥ أسهم للسند ، أما سعر التحويل فيبلغ ٢٠٠ جنيه (١٠٠٠ جنيه ÷ ٥ أسهم) . وإذا ما كانت القيمة السوقية للسهم العادى للمنشأة المعنية ٢١٠ جنيه ، فإن قيمة التحويل تكون ١٠٥٠ جنيه (٢١٠ جنيه × ٥ أسهم) لكل سند . أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادى ١٩٠ جنيه ، فتكون قيمة التحويل للسند ٩٥٠ جنيه . وبالطبع لا يتوقع تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل .

ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الاصدار ، وإلا قام مشترى تلك الورقة بتحويلها إلى أسهم بمجرد شرائها من بنكير (بنك) الاستثمار المختص ، ويمثل الفرق علاوة التحويل Conversion Premium . فلو أن السند القابل للتحويل يباع عند اصداره بقيمته الاسمية التى تبلغ ١٠٠٠ جنيه . وأن القيمة السوقية للسهم العادى وقت اصدار تلك السندات ١٨٠ جنيه ، وأن معدل التحويل ٥ أسهم

للسند الواحد ، حينئذ تكون قيمة التحويل ٩٠٠ جنيه ، وتكون علاوة التحويل ١٠٠ جنيه أو ١١,١٪ من قيمة التحويل (Francis, 1986, P. 38) .

هذا ومن المتوقع أن يترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة فى عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التى يمتلكونها Dilution . غير أن على هؤلاء الملاك أن يدركوا أن الانخفاض الذى يطرأ على ربحية السهم العادى نتيجة لزيادة عدد الأسهم يعوضه — ولو جزئياً — زيادة فى تلك الربحية نتيجة لزيادة صافى الربح المتاح لحملة تلك الأسهم ، إذ لم تعد هناك فوائد تدفع أو أرباح توزع على حملة السندات أو الأسهم الممتازة التى تم تحويلها إلى أسهم عادية .

يضاف إلى ذلك أن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت — الأسهم الممتازة أو السندات التى تحولت إلى أسهم عادية — يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية Financial Risk التى يتعرض لها عائد الأسهم العادية ، ويؤدى بالتالى إلى تحسين فى القيمة السوقية للسهم ، مما يعوض الملاك القدامى — ولو جزئياً — عن الانخفاض الذى قد طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية[٨] (Van Horne, 1989a, P. 621; Petty et al. 1982, P. 414) وهو ما يتفق مع مضمون معادلة روبرت حماده (Hamada, 1969) التى عادة ما يشار إليها فى مؤلفات الادارة المالية (هندى ، ١٩٩١ ، ص ٥٦٣) .

ولا تقتصر عيوب الأوراق المالية القابلة للتحويل على مخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية للملاك القدامى ، إذ هناك أيضاً المخاطر التمويلية . فإحتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادى لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة ، قد يفهم من قِبَل المتعاملين فى السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعاً ، الأمر

---

(٨) حقاً سوف يضيع على الملاك الوفورات الضريبية على فوائد السندات ، إلا أن تلك الوفورات يمكن تعويضها بالارتفاع الجزئى فى القيمة السوقية للسهم .

الذى قد يترك أثراً غير مرغوباً على قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلاً (Chen & Kensinger, 1988, P. 33) .

أما أهم مزايا التحويل فتتمثل فى تأجيل التأثير السلبى على كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادى ، والذى كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت اسهما عادية من البداية . هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارنة بأوراق مالية مماثلة لكنها غير قابلة للتحويل ، وهو ما يعنى فى النهاية إنخفاض متوسط تكلفة الأموال . وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التى تتصف بانخفاض تصنيفها الائتمانى Low Credit Rating فى الوقت الذى يتوقع لها معدلات نمو مبشرة فى المستقبل . ذلك أن من شأن حق التحويل أن يزيد أو يقلل مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الائتمانية للمنشأة ، أى ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة تلك الأوراق . لماذا ؟ لأنهم يدركون أن من حقهم تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية ، وهذه الأسهم يتوقع أن تدر عائداً مرتفعاً عندما يتحقق النمو المنتظر . والنتيجة هى إمكانية اصدار تلك الأوراق بمعدل كوبون (فى حالة السندات) أو بنسبة أرباح (فى حالة الأسهم الممتازة) معقولة (Francis, 1986, PP. 39-40) وهو ما يعنى تخفيض فى تكلفة الأموال . وغنى عن البيان أنه إذا لم تكن تلك الأوراق قابلة للتحويل لما انخفضت مخاطر الوفاء واضطرت المنشأة لرفع معدل الكوبون أو نسبة الأرباح لتتناسب مع حجم تلك المخاطر .

وبالنسبة للمستثمر عليه أن يدرك أن إعطائه حق الاختيار بين الابقاء على الورقة بالصفة التى صدرت بها (سهم ممتاز أو سند) أو تحويلها إلى سهم عادى ليس بدون تكلفة . ذلك أن الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تباع بسعر أعلى من مثيلتها من الأوراق التى لا تعطى لحاملها هذا الحق . غير أنه يدرك أيضاً أن للحق المذكور ميزة أساسية وهى التغطية فى مواجهة المستقبل Hedging Against the Future . فلو أن القيمة السوقية للسهم العادى قد ارتفعت إلى المستوى الذى جعل القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل مساوية أو قريبة من قيمة التحويل Conversion Value حينئذ سوف يحقق المستثمر

بعض المكاسب . أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم العادى فإن قيمة التحويل للورقة المعنية تنخفض لكن إلى مستوى محدد لا يتعداه ، ويتمثل فى قيمة الورقة كسند أو سهم ممتاز غير قابل للتحويل .

ولتوضيح الفكرة إفترض أن مستثمراً ما يمتلك سنداً قابلاً للتحويل قيمته الاسمية ١٠٠٠ جنيه ، ويحمل كوبون معدله ١٠٪ ويستحقه بعد ٢٠ سنة . افترض كذلك أنه إذا لم يكن للسند ميزة التحويل فإن المستثمرين فى السوق لن يقبلوا على شرائه ، إلا إذا حقق عائداً Yield to maturity معدله ١٢٪ على الأقل . وهذا لن يحدث إلا إذا أشترى السند المذكور بسعر أقل من قيمته الاسمية ، طالما أن معدل الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب . ويتحدد ذلك السعر بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلة (الفوائد السنوية والقيمة الاسمية فى تاريخ الاستحقاق) مخصومة بمعدل ١٢٪ ، وهى تعادل ٨٥١ جنيه تقريباً . والآن سنفترض أسوأ الظروف وهى أن القيمة السوقية للسهم العادى بقيت عند سعر لا يشجع على التحويل . هذا يعنى ضمناً أن السند لم يعد قابلاً للتحويل ، ويعامل معاملة السند العادى ومن ثم يباع بسعر ٨٥١ جنيه ، ويتحقق لحامله عائداً معدله ١٢٪ .

ولاثبات أن شراء السند بتلك القيمة يحقق العائد المشار إليها يمكن تطبيق فكرة معدل العائد الداخلى التى عادة ما يشار إليها فى مؤلفات الادارة المالية ، حيث سيتضح أن ١٢٪ هو معدل العائد الذى يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن السند (الفوائد إضافة إلى القيمة الاسمية) تساوى قيمته الحالية ، أى القيمة التى قَبِلَ المستثمر شراؤه بها وهى ٨٥١ جنيه .

الخلاصة :

تعتبر الأوراق المالية محور التعامل فى أسواق رأس المال وبعض أسواق النقد . وتتعامل أسواق رأس المال فى الأوراق المالية طويلة الأجل وفى مقدمتها الأسهم والسندات . أما أسواق النقد فتتعامل فى الأوراق المالية قصيرة الأجل . وإذا كانت أسواق النقد بطبيعتها هى أسواق مبعثرة مثل البنوك التجارية وبيوت السمسرة التى تتعامل فى تلك الأوراق ، فإن أسواق رأس المال قد تكون

مبعثرة وهى الأسواق غير المنظمة ، أو غير مبعثرة أى كائنة فى مكان واحد وهى الأسواق المنظمة أى البورصات .

وبصرف النظر عن كون الورقة المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، فعادة ما يكون لها سوق أول وسوق ثانى . ويقصد بالسوق الأول الجهة التى يعهد لها باصدار وتسويق الورقة أى بيعها للجمهور لأول مرة مثل بنوك الاستثمار ، والبنوك المركزية وربما البنوك التجارية فى بعض الدول . أما السوق الثانى فيقصد به السوق الذى تتعامل فى تلك الأوراق فيما بعد أى السوق الذى يلجأ إليه حامل الورقة لبيعها ، أو يلجأ إليها المستثمر المحتمل بغرض شرائها . هذا وقد يكون للورقة سوق ثالث وسوق رابع على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الثالث .

الفصل الثانى
الأوراق المالية الأخرى

تناولنا فى الفصل الأول الأوراق المالية المتداولة فى أسواق رأس المال الفورية . وقد أشرنا حينذاك إلى أن الأوراق المتداولة فى تلك الأسواق هى الأوراق المالية طويلة الأجل ، والتى تتمثل فى الأسهم والسندات التى تصدرها منشآت الأعمال ، إلى جانب أنواع معينة من الأوراق المالية الحكومية . ومع هذا فقد آثرنا أن يقتصر الفصل الأول على تناول ما تصدره منشآت الأعمال من تلك الأوراق ، على أن تُعْرض الأوراق المالية طويلة الأجل التى تصدرها الحكومة فى الفصل الثانى . ويرجع هذا إلى ثلاثة أسباب : أولها أنه بينما تعتبر الأسهم والسندات التى تصدرها منشآت الأعمال قاسماً مشتركاً فى كافة أسواق رأس المال فى العالم ، فإن نوعية السندات الحكومية التى تتداول فى تلك الأسواق تختلف من سوق إلى آخر . أما السبب الثانى فيتمثل فى أن نصيب أسواق رأس المال المنظمة (البورصات) من الأوراق المالية الحكومية يعد ضئيلاً ، فضلاً عن أنها عادة ما تُصَنَفْ ضمن الأوراق المالية غير النشطة . وأخيراً يكمن السبب الثالث فى رغبة المؤلف فى إحداث نوع من التوازن بين محتويات الفصول المكونة لهذا الكتاب .

وهكذا وعلى ضوء شكل ١ ــ ١ الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الأول ، سوف يتكون الفصل الثانى الذى نحن بصدده من أربعة أقسام . فى القسم الأول نعرض للأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل التى تتداول فى أسواق رأس المال ، إضافة إلى تلك التى يحتكر البنك المركزى أو وزارة الخزانة تداولها . وفى القسم الثانى نعرض للأوراق المالية التى تتداول فى أسواق النقد . أما القسم الثالث فسوف يخصص للأوراق المالية المتداولة فى أسواق العقود المستقبلة . وأخيراً سوف يُكرس القسم الرابع لأنواع جديدة من الأوراق المالية ، هى الأوراق المالية المُخلقَةُ والتى تتمثل فى إتفاقات مالية أمكن تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول .

الأوراق المالية الحكومية المتداولة فى أسواق رأس المال :

يقصد بالأوراق المالية الحكومية Government Securities صكوك المديونية المتمثلة فى السندات وما يماثلها ، والتى تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز فى موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم . وفى الدول التى تأخذ بنظام الحكم المحلى قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية ، إذ قد يمارس ذات الحق أيضاً بواسطة الحكومات المحلية .

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية ، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالاعفاء الضريبى ، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية التى تصدرها الحكومات المحلية . يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله . فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة . أما الحكومات المحلية فليس من حقها إصدار أوراق بنكنوت ، كما أن قدرتها على فرض المزيد من الضرائب عادة ما تكون محدودة . ويحدثنا التاريخ عن حالات عديدة تعرضت فيها حكومات محلية فى الولايات المتحدة لمخاطر الإفلاس — وفى مقدمتها حكومة مدينة نيويورك وحكومة مدينة سينسناتى بولاية أوهايو — نتيجة لعدم قدرتها على تدبير الأموال اللازمة لخدمة ما عليها من ديون . لذا فقد عمدت بعض الحكومات المحلية فى الولايات المتحدة إلى التأمين على السندات التى تصدرها Insured Bonds وذلك لخلق جو من الثقة بين المستثمرين مما قد يسهم فى خلق سوق نشطه نوعاً ما لتلك الأوراق (Amihud & Mendelson, 1988, P. 12) .

ورغبة فى إثراء معرفة القارىء سوف يعرض هذا القسم للأوراق المالية طويلة الأجل التى تصدرها الحكومة المركزية (الفيدرالية) الأمريكية ، إضافة إلى ما تصدره حكوماتها المحلية . وذلك على اعتبار أن الولايات المتحدة هى أكثر الحكومات فى العالم استخداماً للقروض ، ومن ثم فقد تعددت وتنوعت الأوراق المالية التى تصدرها حتى تستطيع جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين المحتملين . هذا وإذا كان القسم الذى نحن بصدده سوف يقتصر على ما تصدره الحكومة (المركزية أو المحلية) من الأوراق المالية طويلة

الأجل ، التى تتداول فى أسواق رأس المال أو التى يحتكر البنك المركزى أو وزارة الخزانة تداولها ، فإن القسم الثانى سوف يتضمن ما تصدره الحكومة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التى تتداول فى سوق النقد .

أولاً : الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة المركزية :

يمكن تصنيف الأوراق التى تصدرها الحكومة المركزية إلى أوراق مالية تحتكر وزارة الخزانة تداولها ، وأوراق مالية قابلة للتداول فى أسواق رأس المال .

١ ــ الأوراق المالية التى تحتكرها وزارة الخزانة :

يقصد بتلك الأوراق السندات الإدخارية Saving Bonds وهى سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل ، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير . وتشترى تلك السندات من وزارة الخزانة فقط ، التى هى أيضاً المكان الوحيد الذى يلجأ إليه حملتها لاسترداد قيمتها فى أى وقت يريدون . وتعتبر هذه السندات الإصدار الحكومى الوحيد ــ فى الولايات المتحدة ــ الذى لا يتداول سواء فى الأسواق المنظمة أو فى الأسواق غير المنظمة (Haugen, 1987, P. 13) .

ويحصل حامل السند الإدخارى على معدل فائدة متغير يرتبط معدله بمعدل الفائدة على نوع آخر من السندات التى تصدرها وزارة الخزانة ، وذلك بشرط أن لا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة . يستثنى من ذلك المستثمرين الذين يرغبون فى استرداد قيمة السند مبكراً ، ومن ثم قد يصبحون عرضه للحصول على عائد قد يقل عن الحد الأدنى المشار إليه . هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل فى الفرق بين السعر الذى أشترى به السند وبين القيمة التى يحصل عليها المشترى عند رغبته فى استرداد قيمته من وزارة الخزانة .

ولتشجيع المستثمرين على الإبقاء على السند لأطول فترة ممكنة عادة ما يوضع هيكل لقيمة الاسترداد يزداد بمقتضاه معدل الفائدة كلما طالت فترة الاحتفاظ به (Haugen, 1987, PP. 12-13) . وإذا ما احتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق ــ وهو عادة خمس سنوات أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار ــ حينئذ يكون له الحق فى استرداد قيمته الإسمية بالكامل .

٢ ـــ الأوراق المالية القابلة للتداول :

تصدر تلك الأوراق من البنك المركزى وفروعه المختلفة ، ويتداول بعضها فى أسواق رأس المال المنظمة ويتداول البعض الآخر فى الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية . وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها ـــ السندات الإدخارية ـــ فى أن العائد لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية Price Appreciation التى يمكن تحقيقها .

وعادة ما تنشر الصحف فى الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الاستحقاق ، ومعدل الكوبون ، والتغير فى القيمة السوقية عما كانت عليه فى اليوم السابق (يقصد مقدار الزيادة أو النقص بين آخر سعر طرح لشراء الورقة Bid Price بالأمس ، وبين آخر سعر طرح لشرائها اليوم) ، والعائد Yield الذى يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه اشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر فى الصحف واحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق . كما قد يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة : الحد الأقصى للسعر الذى يبدى التاجر استعداده لشراء الورقة به Bid Price والحد الأدنى للسعر الذى يقبله لبيع تلك الورقة Asked Price . ويمثل الفرق بين السعرين المدى أو الهامش Spread الذى يحصل عليه التاجر فى مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتيح لحاملها وجود مشترى لها ، كما يتيح للراغب فى شرائها فرصة دائمة لاقتنائها (Geisst., 1989, P. 22, Francis, 1986, P. 79) . هذا ويطلق على سعر الشراء وسعر البيع لورقة ما ، بالسعر المعلن Quoted Price .

وعادة ما تظهر الأسعار فى الصحف بكسر $\frac{١}{٣٢}$ من الـ ١٪ من القيمة الاسمية المدونة على السند . مع ملاحظة أن الكسر العشرى الذى تظهر به الأسعار فى الصحف ، هو فى حقيقة أمره كسر إعتيادى مقامه الرقم ٣٢ . بمعنى أنه إذا أعلن عن ورقة مالية ما بسعر ٨٠,١٦ فإن هذا الرقم يعنى أن قيمتها السوقية تعادل $\frac{١٦}{٣٢}$ ٨٠٪ من قيمتها الاسمية . فإذا كانت القيمة المدونة عليها ١٠٠ دولار فإن سعرها فى السوق يساوى حينئذ ٨٠,٥٠ دولار . وإذا ما أشارت الصحف إلى أن السعر قد تغير (Change (Chg عن اليوم السابق بزيادة قدرها + ٢٤, فإن هذا يعنى أن سعرها قد زاد بما يعادل $\frac{٢٤}{٣٢}$ فى المائة

أى ٧٥,٠٪ عن سعرها السائد لحظة الاتفاق فى اليوم السابق (Radcliffe, 1982, P. 26) . ويوضح جدول ٢ ـــ ١ الكيفية التى تنشر فيها أسعار تلك السندات فى جريدة وول ستريت .

جدول ٢ ـــ ١
الكيفية التى تظهر بها أسعار السندات الحكومية فى صحيفة وول ستريت

U.S. TREASURY BONDS, NOTES & BILLS

Representative Over-the-Counter quotations based on transactions of $1 million or more.

Treasury bond, note and bill quotes are as of mid-afternoon. Colons in bid-and-asked quotes represent 32nds; 101:01 means 101 1/32. Net changes in 32nds. n-Treasury note. Treasury bill quotes in hundredths, quoted on terms of a rate of discount. Days to maturity calculated from settlement date. All yields are to maturity and based on the asked quote. For bonds callable prior to maturity, yields are computed to the earliest call date for issues quoted above par and to the maturity date for issues below par. -When issued.

Source: Federal Reserve Bank of New York.

U.S. Treasury strips as of 3 p.m. Eastern time, also based on transactions of $1 million or more. Colons in bid-and-asked quotes represent 32nds; 101:01 means 101 1/32. Net changes in 32nds. Yields calculated on the bid quotation. ci-stripped coupon interest. bp-Treasury bond, stripped principal. np-Treasury note, stripped principal. For bonds callable prior to maturity, yields are computed to the earliest call date for issues quoted above par and to the maturity date for issues below par.

Source: Bear, Stearns & Co. via Street Software Technology Inc.

Wednesday, April 17, 1991

Rate	Maturity Mo/Yr	Bid	Asked	Chg.	Ask Yld.
11 1/4	Feb 95n	112:15	112:19	+ 1	7.41
8 3/8	Apr 95n	103:03	103:07	+ 1	7.43
8 1/2	May 95n	103:17	103:19	+ 2	7.46
10 3/8	May 95	109:27	109:31	+ 2	7.49
11 1/4	May 95n	112:27	112:31	+ 1	7.50
12 5/8	May 95	117:20	117:24	+ 1	7.49
8 7/8	Jul 95n	104:24	104:28	+ 2	7.51
8 1/2	Aug 95n	103:15	103:17	+ 2	7.53
10 1/2	Aug 95n	110:18	110:20	+ 2	7.57
8 5/8	Oct 95n	103:29	103:31	+ 2	7.57
8 1/2	Nov 95n	103:14	103:16	+ 3	7.57
9 1/2	Nov 95n	107:03	107:05	+ 3	7.62
11 1/2	Nov 95	114:23	114:27	+ 3	7.60
9 1/4	Jan 96n	106:05	106:07	+ 2	7.66
7 1/2	Jan 96n	99:17	99:19	+ 2	7.60
7 7/8	Feb 96n	100:28	100:30	+ 2	7.62
8 7/8	Feb 96n	104:25	104:27	+ 2	7.66
7 1/2	Feb 96n	99:16	99:18	+ 3	7.61
7 3/4	Mar 96n	100:15	100:17	+ 2	7.62
9 3/8	Apr 96n	106:25	106:29	+ 1	7.68
7 3/8	May 96n	98:22	98:26	+ 2	7.66
7 7/8	Jul 96n	100:22	100:26	+ 2	7.68
8	Oct 96n	101:04	101:08	....	7.72
7 1/4	Nov 96n	97:25	97:29	+ 2	7.72
8	Jan 97n	101:01	101:05	+ 2	7.75
8 1/2	Apr 97n	103:09	103:13	+ 2	7.78
8 1/2	May 97n	103:07	103:11	+ 1	7.80
8 1/2	Jul 97n	103:07	103:09	+ 2	7.83
8 5/8	Aug 97n	103:26	103:30	+ 3	7.82
8 3/4	Oct 97n	104:14	104:16	+ 2	7.85
8 7/8	Nov 97n	105:02	105:06	+ 2	7.85
7 7/8	Jan 98n	100:04	100:06	+ 3	7.84
8 1/8	Feb 98n	101:11	101:15	+ 2	7.84
7 7/8	Apr 98n	100:07	100:09	+ 2	7.82
7	May 93-98	95:17	95:25	+ 2	7.79
9	May 98n	105:28	106:00	+ 2	7.88

يشير العمود الأول فى جدول ٢ ـــ ١ إلى معدل الكوبون Coupone Rate الذى يحمله السند ، بينما يشير العمود الثانى إلى تاريخ الاستحقاق ، أما العمودين الثالث والرابع فيشيران إلى السعر الذى يدفعه التاجر لشراء السند Bid ثم السعر الذى يبيعه به Asked . يلى ذلك العمود الخامس الذى يكشف عن التغير فى سعر الشراء .Bid Chg ما بين سعر إقفال الأمس واليوم . أما العمود الأخير فيوضح المعدل الحالى للعائد على الاستثمار فى تلك السندات (.Yld) ، والذى يتمثل فى نسبة الفوائد السنوية إلى القيمة السوقية للسند (Francis, 1986, P. 285) ويقصد بالقيمة السوقية القيمة التى يُشترى بها السند ، وهو ما يشير إليه جدول ٢ ـــ ١ .

فمثلاً فى الجدول ٢ ـــ ١ السند الذى يستحق فى فبراير ١٩٩٥ يحمل معدل كوبون قدره $\frac{١}{٤}$ ١١٪ من قيمته الاسمية . أما سعر الشراء Bid فهو

١١٢ : ١٥ أى $\frac{١٥}{٣٢}$ ١١٢ أى ١١٢,٤٦٩ . بمعنى أن السند الذى قيمته الاسمية ١٠٠ دولار يشترى فى السوق بمبلغ ١١٢,٤٦٩ دولار ، أما إذا كانت قيمته الاسمية ١٠٠٠ دولار فيشترى بسعر ١١٢٤,٦٩ دولار (French, 1989, PP. 101-102) ونفس الشيء ينطبق على سعر البيع Asked . هذا وتنشر أسعار السندات التى تصدرها الحكومات المحلية بنفس الطريقة .

وفى كثير من الأحيان تكتفى الصحف بإظهار سعر واحد للورقة ، وهو السعر الذى نُفِذَت به آخر عملية شراء أو بيع Execution Price وذلك رغبة فى التبسيط على المستثمر الذى يتابع حركة الأسعار ، وأيضاً لاخفاء مقدار العمولة التى يحصل عليها التاجر والتى يمكن حسابها بطرح القيمة التى تشترى بها Bid Price الورقة من القيمة التى تباع بها Asked Price . وفيما يلى نعرض لأهم أنواع الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التى تصدرها الحكومة المركزية (الفيدرالية) الأمريكية ، والتى تتداول فى أسواق رأس المال ، ونقصد بها سندات الخزانة ، والسندات بدون كوبون ، ثم الإصدارات الخاصة .

أ ـــ سندات الخزانة :

تمثل سندات الخزانة Treasury Bonds استثمار متوسط وطويل الأجل ، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثون سنة . ولحامل السند الحق أن يتصرف فيه لطرف ثالث دون الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق . ويمتد ذات الحق للحكومة إذ قد ينص فى قانون إصدار تلك السندات إمكانية استدعاء السند بقيمة وبتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً . وعادة ما تنشر الصحف تلك المعلومات لكى يستفيد منها المستثمر المحتمل . فإذا كان تاريخ الاستحقاق هو سنة ٢٠١٥ وتاريخ الاستدعاء سنة ٢٠١٠ ، حينئذ يظهر التاريخين فى الصحف على النحو التالى ١٠ ـــ ٢٠١٥ .

وإذا كان السند ـــ القابل للاستدعاء ـــ يباع فى السوق بقيمة تفوق قيمته الإسمية Par Value فإن العائد المتوقع للاستثمار فيه يحسب حتى أقرب تاريخ محتمل للاستدعاء . أما إذا كان السند يباع بقيمة أقل من قيمته الإسمية ، فإن العائد يحسب حتى تاريخ إستحقاق السند Yield to Maturity (Francis, 1986, P. 15) . لماذا ؟ إن كون السند يباع بقيمة تفوق قيمته الاسمية يعنى أن معدل الكوبون الذى يحمله يفوق معدلات الفائدة السائدة فى السوق ، ومن ثم يصبح من المتوقع أن تقوم الحكومة باستدعائه واحلاله بسند آخر يحمل معدل كوبون أقل . أما كون السند يباع بقيمة أقل من قيمته الاسمية ، فإن هذا يعنى أن معدل الكوبون أصبح أقل عن معدلات الفائدة السائدة فى السوق ، ومن ثم يصبح من غير المتوقع قيام الحكومة باستدعائه .

وتتباين طرق حساب العائد المتولد عن الاستثمار فى تلك السندات بتباين توقيت التخلص منها . ففى حالة التفكير فى شراء السند بغرض الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق Yield to Maturity يتم حساب العائد المتوقع باستخدام فكرة معدل العائد الداخلى (Sharpe, 1986, P. 81) أى بإيجاد المعدل الذى تتساوى عنده القيمة السوقية الذى يتوقع دفعها لشراء السند ، مع القيمة الحالية لكل من الفوائد السنوية والقيمة الإسمية التى سيتم الحصول عليها فى تاريخ الاستحقاق ، وهو ما توضحه المعادلة ٢ ـــ ١ .

$$س = \sum_{س=1}^{ن} \frac{ف_س}{(1 + \hat{م})^س} + \frac{س^*}{(1 + \hat{م})^ن} \qquad (2 - 1)$$

حيث س تمثل القيمة السوقية التى سيتم دفعها لشراء السند ، ف تمثل قيمة الفائدة الدورية ، س* تمثل القيمة الإسمية للسند ، ن تمثل تاريخ الاستحقاق . أما $\hat{م}$ فتمثل معدل العائد السنوى المتوقع أن يتولد عن الاستثمار فى ذلك السند ، أى معدل العائد الداخلى .

ويمكن استخدام المعادلة ٢ ــ ١ فى تقييم السندات التى يتوقع استدعاؤها ، مع مراعاة أن قيمة س* سوف تمثل القيمة المنصوص عليها فى شرط الاستدعاء ، القيمة ن سوف تمثل الفترة التى تمضى إلى أن يحل تاريخ الاستدعاء . أما إذا انصرف تفكير المستثمر إلى بيع السند بعد مضى فترة معينة من شرائه فيحسب العائد بالمعادلة ٢ ــ ٢ :

$$م = \frac{س^{**} - س + ف}{س} \qquad (2 - 2)$$

حيث س** تمثل القيمة التى يتوقع أن يباع بها السند فى التاريخ المقرر لبيعه ، ف تمثل قيمة الفوائد السنوية . أما م فتمثل معدل العائد المتوقع أن يتولد خلال فترة الاحتفاظ بالسند .

٢ ــ سندات بلا كوبون :

هناك كثير من صغار المستثمرين الذين يرغبون فى توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية ــ نظراً تميزها بانخفاض المخاطر ــ إلا أنهم قد يعزفون عن ذلك للضآلة النسبية لما يمتلكونه من موارد مالية مقارنة بالقيمة التى يباع بها السند . ورغبة فى جذب هؤلاء المستثمرين المحتملين ، اتجه عدد من بنكيرات أو بنوك الاستثمار التى تتولى إصدار الأوراق المالية مثل مؤسسة ماريل لينش Merril Lynch ومؤسسة إخوان سالمون Salmon Brothers إلى شراء سندات حكومية بمئات الملايين ، ثم إعادة بيعها لهؤلاء المستثمرين على شكل حصص Shares تصدر بها شهادات ملكية ، وقد تمثل الحصة سند كامل أو جزء

منه[1] . وفى هذه الصفقات يتم تسعير السند بقيمة تزيد عن القيمة التى أشترى بها ، ويمثل الفرق قيمة العائد الذى يحققه بنك الاستثمار فى مقابل تمكين المستثمرين من توجيه أموالهم إلى المجالات التى يفضلونها .

ويطلق على الشهادة الدالة على الحصة فى مجموعة السندات التى تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش (تيجرز) أى إيصالات الخزانة لإنماء الاستثمار Treasury Investment Growth Receipts (TIGERS) . أما مؤسسة إخوان سالمون Salmon Brothers فتطلق عليها (كاتس) أى شهادات التراكم على الأوراق المالية التى تصدرها وزارة الخزانة Certificates of Accrual on Treasury Securities (CATS) الأمريكية (Francis, 1986, P. 18) .

وعادة ما تأتمن المؤسسة المعنية أحد البنوك التجارية على السندات التى اشترتها ، ثم تصدر المؤسسة فى مقابلها سلسلة من الشهادات أو إيصالات الملكية التى تحمل تواريخ استحقاق متباينة حتى يجد كل مستثمر بغيته . ولا يباع الايصال أو الشهادة بالقيمة الاسمية المدونة عليه بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الاستحقاق ، الذى عنده يحصل حامله على القيمة المدونة . ويمثل الفرق بين قيمة شراء الايصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التى يحققها المستثمر . بعبارة أخرى لا يحصل المستثمر على أى عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال ، لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار Zeros . وليس من الضرورى بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الاستحقاق إذ يمكن بيعه لمستثمر آخر ، وذلك من خلال بيوت السمسرة فى الأسواق غير المنظمة .

ورغم جاذبية الاستثمار فى تلك السندات ، إلاَّ أنه يعاب عليها التزام المستثمر بإضافة عائدها السنوى فى اقراره الضريبى ، على الرغم من أن العائد لا يتحقق بالفعل إلا فى تاريخ الاستحقاق (Brigham and Gapenski, 1987, P. 438, Francis, 1986, P. 18) الذى قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار . أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلى ، حيث يتمثل الاستثمار المبدئى فى القيمة المدفوعة لشراء الإيصال ، أما التدفقات النقدية

(١) تمارس بنوك الاستثمار نشاط السمسرة والتجارة ، وذلك إلى جانب نشاط إصدار الأوراق المالية .

المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر فى تاريخ الاستحقاق أى القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة .

٣ ـــ الإصدارات الخاصة :

تتضمن الإصدارات الخاصة Special Issues الأوراق المالية التى تصدرها وزارة الخزانة ، والتى لا تباع للجمهور ، بل تباع إلى منظمات حكومية لديها أموال ترغب فى استثمارها . ومن الأمثلة على تلك المنظمات الهيئات القائمة على استثمار الأموال المخصومة من مرتبات موظفى الدولة بغرض تأمين نهاية الخدمة Retirement Fund أو التأمين على الحياة (Francis, 1986, P. 16) . ويمكن أن يعتبر فى حكم الإصدارات الخاصة تلك السندات التى تصدرها هيئات تابعة للحكومة المركزية مثل البنك الفيدرالى لقروض الإسكان ، وهيئة البريد . ونظراً لأن لتلك الهيئات شخصية معنوية مستقلة ، وأن إحتمال تعثرها فى سداد قيمة القرض (السندات المصدرة) والفوائد فى مواعيد الاستحقاق هو أمر وارد ، فإنه يصبح من المتوقع أن تحمل تلك السندات معدل كوبون يفوق معدل الكوبون عن سندات مماثلة تصدرها الحكومة الفيدرالية ذاتها ، أو أن تباع بخصم يكفى لتعويض المستثمر عن المخاطر الإضافية التى قد تنجم عن الاستثمار فيها (Radcliffe, 1982, P. 28) .

ثانياً : الأوراق المالية التى تصدرها الحكومات المحلية :

يعطى القانون للحكومات المحلية فى الولايات المتحدة الحق فى الإقتراض من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث تاريخ الاستحقاق ومعدلات الفائدة والضمانات المتاحة . وقد تكون تلك السندات لحاملها Bearer Bonds أى قابلة للتداول ومن ثم تدفع الفوائد لحامل السند ، ويطلق عليها حينئذ سندات بكوبون Coupon Bonds ، وقد تكون سندات مسجلة باسم المشترى Registered Bonds أى غير قابلة للتداول ومن ثم تصدر الفوائد بشيكات تحمل اسمه .

وقد ينص فى قانون إصدار تلك السندات على إعفائها من الخضوع للضريبة التى تفرضها الحكومة المركزية ، غير أن الإعفاء يقتصر فقط على الدخل

المتمثل فى الفوائد دون أن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية . (Robinson and Wrightsman, 1974, P. 259) . ويحقق الإعفاء الضريبى ميزة للمستثمر (المقرض) والحكومة المحلية (المقترضة) . فبالنسبة للمستثمر تعتبر الفوائد دخلاً خالصاً له . وبالنسبة للحكومة المحلية يُمَكِنُها الإعفاء من إصدار الأوراق المالية بمعدلات فوائد منخفضة ، دون أن يؤدى ذلك إلى الإضرار بالمستثمر طالما أن هذا الإنخفاض يعوضه الإعفاء الضريبى .

وإذا كان الاستثمار فى سندات الحكومات المحلية ينطوى على مخاطر أكبر من تلك التى ينطوى عليها الاستثمار فى سندات الحكومة المركزية ـــ لأسباب سبق ذكرها ـــ فإنه رغبة فى خلق سوق نشط لتلك السندات ، قد تعمد الحكومة المحلية لتقديم ضمانات للمستثمرين ـــ خاصة فى غياب الإعفاء الضريبى ـــ قد تتمثل فى التأمين على النحو الذى سبقت الإشارة إليه ، أو فى ربط إيرادات حكومية معينة لخدمة تلك السندات . وفى هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من السندات (Welshans & Melicher, 1984, P. 264) نوع يستند إلى التزام عام بالوفاء General Obligation Bonds من خلال سلطة الحكومة المحلية فى فرض ضرائب ، ونوع آخر يستند إلى التزام محدد بالوفاء Limited Obligation Bonds وذلك من متحصلات المشروعات التى تستخدم السندات فى تمويلها .

وتنقسم السندات ذات الإلتزام المحدد بدورها إلى نوعين : سندات تصدرها الحكومة المحلية لتمويل مشروعات للمرافق العامة ، يتولد عنها عائد تستخدم حصيلته لخدمة تلك السندات . أما النوع الثانى فهى السندات المضمونة بإيرادات والمعفاة أيضاً من الضريبة ، والتى تلجأ إليها المحليات لتمويل مشروعات الحماية من التلوث الصناعى للبيئة Pollution Control Revenue Bonds . وتباع تلك المشروعات فى النهاية إلى المنشآت التى تسبب التلوث ، حيث تمثل حصيلة البيع الضمان الأساسى لخدمة السندات المصدرة . ومن الانتقادات الموجهة لتلك السندات الإعفاء الضريبى المزدوج الذى تتمتع به . فالمستثمر الذى اشتراها يتمتع باعفاء ضريبى على الفوائد المتولدة عنها ، كما أن القيمة التى تدفعها المنشأة لشراء المشروع تعد من المصروفات التى تخصم قبل حساب الضريبة .

الأوراق المالية المتداولة فى سوق النقد :

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية Money Market Securities السوق الثانى الذى يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والبنوك التجارية وما يماثلها ، والتى تتعامل فى الأوراق المالية قصيرة الأجل . وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية Debt Securities مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق فى استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر . وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول ، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور (Francis, 1986, P. 11) أو سنة على الأكثر (Aragon, 1989, P. 63) . هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها فى أى وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق . ونظراً لانخفاض أو انعدام مخاطر التوقف عن السداد Free of Default Risk يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض ، وربما لا يتجاوز معدل التضخم .

وفى بعض هذه الأوراق قد يحصل مشترى الورقة على الفوائد مقدماً ، وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التى سيحصل عليها فى تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق مقدار الفوائد . وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق ، وذلك بعرضها للبيع فى سوق النقد Money Market . وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية ، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة أى القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق ، الذى عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل فى القيمة الاسمية المدونة عليها . ومن أبرز أنواع هذه الأوراق شهادات الايداع ، والكمبيالات المصرفية ، والأوراق التجارية ، واتفاقيات شراء فائض الإحتياطى الإلزامى ، وقرض الدولار الأوربى ، واتفاقيات إعادة الشراء . يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التى تصدرها الحكومة .

١ ــ شهادات الإيداع القابلة للتداول :

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التى تصدرها البنوك التجارية ، والتى يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل ، كما يمكنه الإنتظار حتى تاريخ

الاستحقاق المدون على الشهادة . وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول Non-negotiable Certificates of Deposit فى السوق (Ranlett, 1977, P. 52) مع ملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق . (Christy and Roden, 1973, P. 109)

ونظراً لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل ، لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع فى السوق الثانى Secondary Market الذى يشتمل على بيوت السمسرة ، والبنوك التجارية ، وما شابهها من المؤسسات المالية التى تتعامل فى الأوراق المالية قصيرة الأجل .

٢ ــ الكمبيالات المصرفية :

تمثل الكمبيالات المصرفية Banker's acceptances تعهد كتابى بإعادة مبلغ إقترضه شخص ما من أحد البنوك . ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد (الذى يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه لشخص آخر ، يبيعه بدوره لطرف ثالث ، وهكذا . وفى تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلى) ، وإذا ما فشل فى ذلك يمكنه حينئذ الرجوع على البنك الذى قَبِلَ التعهد من البداية . ولهذه الكمبيالات سوق ثانى يتمثل فى البنوك التجارية ، وبعض بيوت السمسرة .

٣ ــ الأوراق التجارية :

تتمثل الأوراق التجارية Commercial Papers فى كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور (Aragon, 1989, P. 64) . وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التى تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم ، ذات المكانة الراسخة والمعروفة فى المجتمع . وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح Open Lines of Credit لدى بعض البنوك التجارية ، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها فى تاريخ الاستحقاق ، وهو ما يعد تقويه لمركز تلك الأوراق (Brealey & Myers, 1988, P. 776, Van Horne, 1989a, P. 478) .

وفى ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تبرز أربع سمات أساسية لها : أولها أنه من غير الضرورى أن تكون مضمونة بأى أصل من أصول المنشأة ، فالضامن الأساسى للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها ، والتى بفضلها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق فى تاريخ الاستحقاق . ثانيها أن التزام البنوك بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار فى تلك الأوراق محدوداً ، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذى تحمله منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية . ثالثها تسهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق فى خلق سوق ثان نشط لها يتمثل فى بعض بيوت السمسرة والبنوك التجارية . وأخيراً فإنه نظراً لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها ، فإنه رغبة فى حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندر آند بور (Standard & Poor (S & P فى الولايات المتحدة ، دليلاً خاصاً بأسماء المنشآت التى تصدر مثل هذه الأوراق .

٤ ــ قرض فائض الاحتياطى الالزامى :

يمكن للبنوك التى يوجد لديها فائض فى الإحتياطى الالزامى Surplus Reserve Requirement أن تقرضه لبنوك أخرى تعانى من عجز فيه (Young, 1983, P. 82; Ranlett, 1977, P. 48) . ولا تعتبر تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم ، ذلك أنها تتمثل فى تعهد غير مكتوب ــ مضمون من البنك المركزى أو مؤسسة النقد التى تدير ذلك الإحتياطى ــ يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب (Welshans & Melicher, 1984, P. 393) .

وعلى الرغم من أن إقتراض تلك الأموال عادة ما يكون فى حدود ليلة واحدة (Schall and Haley, 1988, P. 25; Poindexter and Jones, 1980, P. 314) بهدف سد العجز فى الإحتياطى الإلزامى . إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول ، وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها فى الاستثمار ، وحينئذ يصبح لزاماً عليه أن يطلب مد فترة القرض يوماً بيوم (Nadler, 1979, P. 144) . هذا ويلعب البنك المركزى دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقترضة ، كما يمكن أن

يكون الاتصال مباشراً بينها أو بواسطة سمسار متخصص فى هذا النوع من القروض (Welshans & Melicher, 1984 P. 393) .

٥ ـــ قرض الدولار الأورلى :

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربى Eurodollar للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التى تحتفظ بها بنوك فى خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية (Geisst, 1989, P. 58) . ويتكون سوق الدولار الأوربى Eurodollar Market من عدد من البنوك الكبيرة فى لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التى يقتصر تعاملها على الدولار ، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكى فقط . هذا وتتسم القروض التى تقدمها تلك البنوك Eurodollar loans بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق (Van Horne, 1989a, P. 416) . وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التى لها ودائع فى بنوك أمريكية ، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها فى صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التى تتعامل بالدولار ، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التى تمنحها (Ranlett, 1977, P. 93) .

هذا ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار ، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوربية Euro-Currency Market موازياً لسوق الدولار الأوربى ، يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الإقتراض (Jacob, 1984, P. 115) . وكما هو واضح تعتبر البنوك التى لها تعامل دولى فى الدولار الأمريكى أو فى العملات الأوربية هى السوق الثانى الذى تتداول فيه صكوك تلك القروض .

٦ ـــ اتفاقيات إعادة الشراء :

تمثل إتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements (Repos) أحد أساليب الإقتراض التى يلجأ إليها التجار المتخصصون فى شراء وبيع الأوراق المالية Dealers تمويل مخزون إضافى من أوراق مالية سهلة التسويق ، وذلك لليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة (Van Horne, 1989a, P. 414; Francis, 1986,

(P. 13 . وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين فى تلك الاتفاقيات Repo Broker ليبرم له إتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحث عن فرصة لإقراض أموالاً فائضة لديه .

ووفقاً للإتفاق يبيع التاجر للمستثمر ـــ بصفة مؤقتة ـــ أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذى يحتاجه . كما يقوم فى نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر ، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذى باع له به هذه الأوراق . على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء فى الموعد الذى تنتهى فيه حاجة التاجر للمبلغ الذى سبق أن حصل عليه من المستثمر . وهكذا تنتهى الإتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر ، وعودة الأموال إلى المستثمر . ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة . وإن كان هذا لا يمنع من إمكانية إبرام عقدى البيع والشراء بذات القيمة ، على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً .

وهكذا لا يخرج إتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التى يتضمنها الاتفاق . مع ملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه إنتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل فى حوزة التاجر ، وإن كان ينص فى الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر . وفى بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار المخزون الذى لدى التاجر من الأوراق المالية ـــ وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق ـــ مرهونة لضمان سداد القرض .

وعلى الرغم من أن فترة الاتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضع أيام قليلة ، فإن هناك إتفاقيات تمتد لفترة أطول Term Repos قد تصل إلى شهر أو أكثر . هذا وتعتبر البنوك التجارية هى السوق الثانى Secondary Market النشط لبيع وشراء صكوك تلك الاتفاقيات .

٧ ـــ أذونات الخزانة :

تمثل أذونات الخزانة (Treasury bills (T-bills أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل ، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة . ولضمان استمرارية وجود تلك

الأذونات فى السوق ، تحرص الحكومة الأمريكية على إصدارها دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع . ولا يحصل المستثمر على الإذن ذاته ، كل ما يحصل عليه هو إيصال يفيد شراؤه .

وتتميز أذونات الخزانة بسهولة التصرف فيها ، دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية (Aragon, 1989, P. 64) . فالإذن عادة ما يباع بخصم أى بسعر أقل من قيمته الإسمية . وفى تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الإسمية المدونة على الإذن ، ويمثل الفرق مقدار العائد الذى يجنيه المستثمر (Schall and Haley, 1988, P. 25; Radcliffe, 1982, P. 21) . وإذا ما قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق فإنه يضمن — على الأقل — استرداد القيمة التى سبق أن دفعها لشرائه .

ولتوضيح كيفية حساب العائد السنوى للإستثمار فى تلك الأذون ، دعنا نفترض أن إذناً ما قيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه يستحق بعد ٩٠ يوماً ، يباع بقيمة قدرها ٩٨٠ جنيه . هذا يعنى أن المستثمر يحصل على عائد ربع سنوى قدره ٢,٠٤٪ [(١٠٠٠ — ٩٨٠) / ٩٨٠] ، وهو ما يعادل عائد سنوى قدره ٨,٤١٪ . وذلك وفقاً للمعادلة ٢ — ٣ (Francis, 1986, P. 15) .

(١ + المعدل الربع سنوى)^{ن} = ١ + المعدل السنوى   (٢ — ٣)

حيث ن تمثل عدد شهور (أو أيام) السنة مقسومة على فترة الاستحقاق أى عدد الشهور (أو الأيام) التى تمضى منذ إصدار الإذن حتى تاريخ استحقاقه .

وفى المثال المذكور تصبح قيمة ن = ٤ (٣٦٠ يوم مقسومة على ٩٠ يوم) ويصبح المعدل السنوى للفائدة على الإذن ٨,٤١٪ .

(١ + ٠,٠٢٠٤)^{٤} = ١ + المعدل السنوى
١,٠٨٤١ = ١ + المعدل السنوى
∴ المعدل السنوى للفائدة = ٨,٤١٪

٨ ــ شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة :

حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد من الراغبين فى الاستثمار فى الأوراق المالية الحكومية ، عادة ما تصدر أوراقاً مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة (Treasury Notes (T-Notes) تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات ، حتى يجد كل راغب فى الاستثمار بغيته . وتظهر تلك الكمبيالات فى الصحف الأمريكية تحت حرف n ، ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية . وكأى إصدار حكومى آخر ــ عدا سندات الإدخار ــ يتوافر لتلك السندات سوق ثانى نشط من خلال بيوت سمسرة متخصصة ، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية فى أى وقت (Haugan, 1987, P. 13) .

الأوراق المتداولة فى سوق الاختيار :

تعتبر أسواق (بورصات) الإختيار إحدى صور أسواق العقود المستقبلة . ويوجد بالولايات المتحدة ستة أسواق اختيار (French, 1989, P. 414) من أبرزها بورصة شيكاغو التى تتميز بأنها الوحيدة التى تتعامل فقط فى الاختيار (Geisst, 1989, P. 131) . ونظراً لعدم السماح بوجود سوق غير منظمة للإختيار ، فقد أنشأ الإتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية National Association of Securities Dealers الذى يشرف على السوق غير المنظمة للأوراق المالية بورصة مستقلة للإختيار تحمل اسمه (French, 1989, P. 414) .

ويتداول فى تلك الأسواق ، ما يسمى بالإختيار وهو واحد من الأدوات التى يستخدمها المستثمرين للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية ، كما يستخدمها المضاربين بهدف تحقيق الأرباح . ويمكن التمييز بين نوعين من الإختيار : الإختيار الأمريكى ، والإختيار الأوربى . ويمثل الإختيار الأمريكى American Option إتفاقاً يعطى لطرف ما الحق فى بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر ، بسعر متفق عليه مقدماً ، على أن يتم التنفيذ فى أى وقت خلال الفترة التى تمتد منذ ابرام الاتفاق حتى تاريخ محدد لانتهائه . أما الإختيار الأوربى European Option فلا يختلف إلا فى أن التنفيذ لا يتم سوى فى التاريخ المحدد لانتهائه Expiration Date حسب نص الإتفاق (French, 1989, P. 400) .

وكما يبدو فإن هناك نوعين أساسيين من الإختيار : الإختيار الذى يعطى الحق فى البيع Put Option والإختيار الذى يعطى الحق فى الشراء Call Option . يضاف إليها نوع ثالث يعطى الحق فى الشراء والبيع معاً Straddles or Double Option وبذا يتمتع بمزايا النوعين السابقين (Simules & Wilks, 1986, P. 208) .

هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد Contract Price أو سعر التنفيذ Exercise Price . وهو غالباً ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية فى تاريخ إبرام الإتفاق ، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق Market Price الذى يقصد به فى هذا الصدد السعر الذى تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق (Francis, 1986, P. 604) . أما السبب الذى من أجله سمى الاتفاق بالاختيار فهو أنه يعطى لمشتريه الحق فى تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق ، وذلك فى مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض Premium للطرف الآخر ، الذى عادة ما يطلق عليه محرر حق الاختيار . وفى تناولنا للاختيار سوف نبدأ أولاً بالاختيار الذى يعطى الحق فى البيع ، نتبعه بالاختيار الذى يعطى الحق فى الشراء .

إختيار البيع :

يتيح إختيار البيع Put Option فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها . ولتوضيح فكرة هذا النوع من الإختيار دعنا نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى لتوه عدداً من الأسهم ، بسعر ٥٠ جنيه للسهم الواحد . وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم فى شهر يونيو القادم ، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض أسعار تلك الأسهم فى ذلك الشهر . وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التى قد تنجم عن ذلك ، فإنه يقوم بتغطية نفسه . وذلك بالتعاقد مع طرف ثانى لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم فى شهر يونيو القادم ، وذلك بالسعر السائد فى السوق وقت إبرام التعاقد ، والذى قد يكون مساوياً للسعر الذى إشترى به المستثمر تلك الأسهم أى ٥٠ جنيه للسهم . ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغى أن يدفع المستثمر مكافأة للطرف الآخر وليكن قدرها ٣ جنيه للسند ، مقابل إعطائه الحق فى التراجع

عن تنفيذ الصفقة إذا أراد . لذا يطلق على المستثمر فى هذه الحالة مشترى حق الاختيار .

والآن دعنا أن نفترض أن التنبؤات قد تحققت وانخفضت أسعار تلك الأسهم فى شهر يونيو ، حتى وصلت إلى ٤٣ جنيه للسهم الواحد ، أو إلى أقل من ذلك . فى هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشترى الاختيار) من الطرف الآخر (محرر الاختيار) تنفيذ الاتفاق ، أى شراء الأسهم التى يملكها المستثمر بمبلغ ٥٠ جنيه للسهم . وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بنفس القيمة ، فإن خسائره سوف تنحصر فى قيمة المكافأة ، ولن تزيد عن ذلك مهما إنخفض سعر السهم فى تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه فى الاتفاق(٢) . أما خسائر الطرف الآخر أى محرر حق الاختيار فغير محدودة ، إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض فى سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد .

فانخفاض سعر السهم إلى ٤٣ جنيه يعنى أن خسائر المحرر ستبلغ ٤ جنيه عن كل سهم . ذلك أنه ملتزم بشراء السهم بسعر ٥٠ جنيه ، وسيقوم ببيعه بسعر ٤٣ جنيه ، وقد سبق له الحصول على مكافأة عن كل سهم قدرها ٣ جنيه . أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٤٢ جنيه ، حينئذ ستبلغ خسائره ٥ جنيه عن كل سهم . وإذا ما انخفض سعر السهم إلى ٤٩ جنيه فسيحقق ربحاً صافياً قدره جنيهان عن كل سهم ، طالما أنه قد سبق أن حصل على مكافأة قدرها ثلاثة جنيهات(٣) .

والآن دعنا نفترض أن أسعار تلك الأسهم قد ارتفعت فى شهر يونيو عن السعر المتفق عليه (٥٠ جنيه) حيث بلغ سعر السهم ٥٥ جنيه . هنا سوف يستخدم المستثمر حقه فى عدم تنفيذ الاتفاق . أى لن يبيع الأسهم لمحرر حق الاختيار بالسعر المنصوص عليه فى العقد ، وسيفضل بيعها فى السوق بسعر

---

(٢) فى تحليل حق الاختيار سوف نتجاهل التوزيعات التى قد يحصل عليها المستثمر خلال الفترة التى تبدأ من تاريخ التعاقد وتنتهى بالتاريخ المحدد لتنفيذه . كما سنتجاهل أيضاً تكاليف المعاملات التى قد يتكبدها أى من الطرفين . ولقد عمد المؤلف إلى ذلك لتسهيل العرض .

(٣) للمزيد عن اختيار البيع يمكن الرجوع إلى كتاب إدارة البنوك التجارية : مدخل اتخاذ القرارات للمؤلف .

٥٥ جنيه للسهم . وحيث أنه قد سبق للمستثمر شراء السهم الواحد بسعر ٥٠ جنيه ، فإن صافى الربح بعد خصم المكافأة ـــ التى دفعها لمحرر الاختيار ـــ سوف يبلغ جنيهان عن كل سهم .

وبالطبع سوف يرتفع صافى الربح مع كل زيادة فى القيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد . فلو أن سعر السهم ارتفع خلال شهر يونيو ليصبح ٥٨ جنيه ، حينئذ سيبلغ الربح الصافى ٥ جنيه عن كل سهم . أما بالنسبة لمحرر الاختيار Writer فإن ارتفاع سعر السهم عن ٥٠ جنيه يعنى إحجام مشترى الاختيار (المستثمر) Buyer عن تنفيذ الاتفاق المبرم . وبذا يحقق ربحاً صافياً يتمثل فى قيمة المكافأة التى سبق أن حصل عليها وقدرها ثلاثة جنيهات . وإذا ما بلغ سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد ٥١ جنيه فسوف يظل المستثمر عند موقفه . أى سيفضل بيع تلك الأسهم فى السوق مما ينجم عنه خسائر صافية ـــ بعد خصم قيمة المكافأة التى سبق دفعها ـــ قدرها جنيهان عن السهم الواحد ، وهى أقل من الخسائر التى كان سيتكبدها لو أنه باع تلك الأسهم إلى محرر الاختيار بسعر ٥٠ جنيه للسهم . وطالما لن يقوم محرر الاختيار بشراء الأسهم فسوف يظل ربحه متمثلاً فى قيمة المكافأة(٤) . ويصور شكل ٢ ـــ ١ نتائج اتفاق الاختيار بالنسبة لمشترى الحق ومحرره ، وذلك على ضوء مثال مفترض .

يشير شكل ٢ ـــ ١ إلى أنه إذا تساوى سعر السهم فى السوق عند تنفيذ العقد ، مع سعر التعاقد (س = ت = ٥٠ جنيه) فإن خسائر المستثمر وهو مشترى الاختيار ، وأرباح الطرف الآخر وهو محرر الاختيار سوف تتمثل فى قيمة المكافأة (٣ جنيه) . وعندما يصل سعر السهم فى السوق إلى ٥٣ جنيه (السعر المتفق عليه مضافاً إليه مقدار المكافأة) فلن يحقق المستثمر ربحاً أو خسارة . كما لن يحقق المحرر ربحاً أو خسارة إذا بلغ سعر السهم فى السوق ٤٧ جنيه (السعر المتفق عليه مطروحاً منه مقدار المكافأة) . وتظل أرباح محرر

---

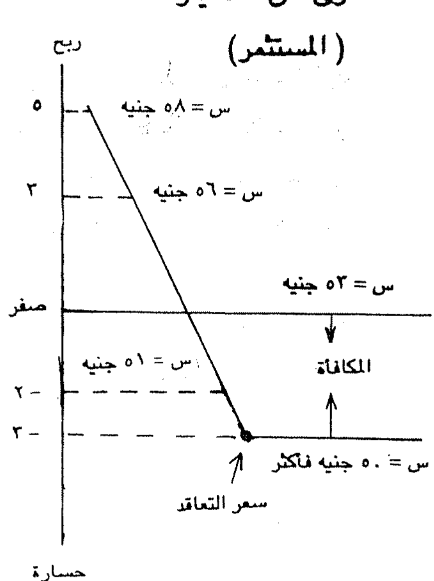
(٤) فى مناقشتنا للإختيار تجاهلنا فكرة القيمة الزمنية للنقود عند تقدير الأرباح والخسائر ، خاصة وأن تاريخ تنفيذ الإختيار عادة ما يكون قصيراً ولا يتجاوز تسعة شهور (French, 1989, P. 432) من تاريخ التعاقد .

الاختيار محدودة بمقدار المكافأة مهما ارتفعت قيمة السهم فى السوق عن القيمة المحددة فى العقد (٥٠ جنيه) ، إذ لن يطلب مشترى حق الاختيار تنفيذ العقد . أما أرباح مشترى الاختيار فترتفع مع ارتفاع قيمة السهم فى السوق عن السعر المتفق عليه . مع ملاحظة أنه عندما يتراوح سعر السهم فى السوق بين ٥٠ جنيه وأقل من ٥٣ جنيه فلن يحقق المستثمر ربحاً ، وإن كان سيتمكن من تخفيض الخسائر ، وذلك نظراً لأنه قد سبق له أن دفع مكافأة غير قابلة للرد قيمتها ثلاثة جنيهات عن كل سهم .

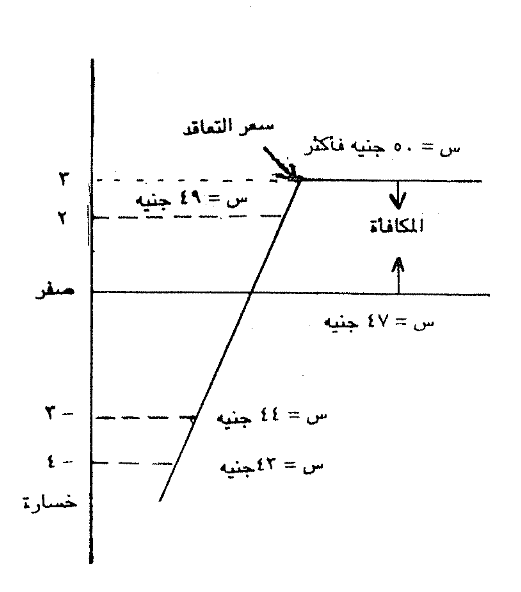
ومن ناحية أخرى ستظل خسائر المستثمر (مشترى حق الاختيار) محدودة بقيمة المكافأة مهما انخفض سعر السهم فى السوق وقت تنفيذ التعاقد عن السعر المتفق عليه . أما خسائر محرر الاختيار فترتفع كلما انخفضت قيمة السهم فى السوق عن السعر المتفق عليه . مع ملاحظة أنه عندما تتراوح قيمة

شكل ٢ ــ ١
الربح (الخسارة) الذى يحققه
مشترى ومحرر اختيار البيع

مشترى حق الاختيار (المستثمر)



محرر حق الاختيار (الطرف الآخر)



السهم فى السوق بين ٤٧ جنيه وأقل من ٥٠ جنيه فلن يتكبد المحرر خسائر
وإن كانت أرباحه ستنخفض ، وذلك على أساس أنه قد سبق له الحصول على
مكافأة غير قابلة للرد قيمتها ثلاث جنيهات عن كل سهم .

باختصار يسهم الاختيار فى حماية المستثمر من التعرض لهبوط شديد فى
أسعار الأوراق المالية التى يزمع بيعها فى المستقبل ، دون أن تضيع منه فرصة
تحقيق بعض المكاسب . فأرباحه تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم ،
أما خسائره فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة التى يلتزم بدفعها لمحرر عقد
الاختيار ، والتى عادة ما تبلغ نسبتها فى المتوسط ١٥٪ من قيمة السهم فى
السوق عند التعاقد . وتزداد هذه النسبة كلما طالت الفترة التى تمضى منذ
تاريخ التعاقد حتى التاريخ المحدد لتنفيذ العقد (Francis, 1986, PP. 604, 606) .
أما محرر الاختيار فإن أرباحه محدودة بقيمة المكافأة ، أما خسائره فتزداد كلما
انخفضت القيمة السوقية للسهم — عند تنفيذ العقد — عن القيمة المتعاقد عليها
مطروحاً منها قيمة المكافأة .

وهنا قد يثار التساؤل عن السبب الذى من أجله يقبل محرر الاختيار إبرام
مثل هذه الصفقة ، رغم أن أرباحه محدودة بينما خسائره غير محدودة . تكمن
الإجابة على هذا التساؤل فى تباين توقعات طرفى التعاقد . إذ من غير المتوقع أن
يبرم محرر الاختيار مثل هذا التعاقد إلا إذا كانت توقعاته — على عكس توقعات
مشترى الاختيار — تشير إلى أن السعر المتوقع للسهم وقت تنفيذ التعاقد لن
يقل عن السعر المحدد فى عقد الاختيار مطروحاً منه مقدار المكافأة .

وأخيراً تجدر الإشارة إلى أن عقد الاختيار لا يعنى ضرورة قيام المشترى
بتسليم الأسهم محل التعاقد إلى المحرر ، وذلك مهما انخفض سعر السهم فى تاريخ
تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه ، وهذا منطقى . فإذا افترضنا أن سعر السهم
قد انخفض فى ذلك التاريخ إلى ٤٥ جنيه ، حينئذ يقوم محرر الاختيار بدفع
الفرق بين سعر التعاقد (٥٠ جنيه) والسعر السائد فى لحظة تنفيذ العقد
(٤٥ جنيه) إلى مشترى الاختيار (إضافة إلى تكلفة المعاملات) ، وينتهى
الأمر . وهذا يعنى أنه فى إمكان المستثمر (مشترى حق الاختيار) التصرف
فى الأسهم — محل اختيار البيع — قبل التاريخ المحدد للتنفيذ ، وذلك إذا ما

اضطرته الظروف . فإذا حل ذلك التاريخ وأصر محرر الاختيار على استلام تلك الأسهم ــ وهو أمر غير متوقع فى مثل هذه العقود ــ فيمكن للمستثمر أن يشترى الكمية المتعاقد عليها بالسعر السائد (٤٥ جنيه) ويسلمه إياها . ولا يخفى على القارىء أنه إذا كانت سعر السوق وقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه فلن يكون هناك تسليم بالمرة ، إذ لن يقوم المستثمر أصلاً بتنفيذ الإتفاق .

إختيار الشراء :

قد يعمد المستثمر الذى يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب فى شرائها مستقبلاً ، إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق فى شراء Call Option تلك الورقة فى التاريخ الذى يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً ، عادة ما يكون هو السعر الجارى فى تاريخ ابرام الاتفاق . وكما سيتضح لا تختلف معالجة هذا الاختيار عن معالجة اختيار البيع الذى سبقت الإشارة إليه .

ولالقاء الضوء على اختيار الشراء دعنا نفترض أن مستثمراً ما يرغب فى شراء عدد من الأسهم فى تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم . وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يكون مرتفعاً فى تلك الفترة ، وذلك بالمقارنة بالسعر الجارى الآن والذى يبلغ ٥٠ جنيه للسهم . وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية فى تاريخ الشراء ، فقد تعاقد مع طرف ثانى لديه الاستعداد لبيع ذات الأسهم خلال نفس الفترة وبالسعر الجارى أى ٥٠ جنيه للسهم ، مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشترى الاختيار) للطرف الثانى (محرر الاختيار) قيمتها ٣ جنيه للسهم .

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم فى شهر يونيو إلى ٥٥ جنيه مثلاً ، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق ، أى أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر ٥٠ جنيه للسهم . وحيث أنه قد سبق للمستثمر دفع ٣ جنيهات عن كل سهم كمكافأة للمحرر ، فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره جنيهان عن كل سهم . وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ . أما محرر الاختيار ــ خاصة ذلك الذى لا يملك الأسهم التى تعاقد عليها ــ فسوف يُمْنَى بخسائر قيمتها أيضاً جنيهان عن السهم . ذلك أنه

سيضطر إلى شراء السهم ـــ إذا ما أصر مشترى حق الاختيار على استلامها وهو أمر غير وارد فى مثل هذه العقود ـــ بمبلغ ٥٥ جنيه ليبيعه بمبلغ ٥٠ جنيه ، وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها ٣ جنيه عن كل سهم . وعلى عكس مشترى الاختيار (المستثمر) سوف تزداد خسائر محرر الاختيار (الطرف الثانى) مع كل زيادة فى القيمة السوقية للسهم .

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية إلى ٤٣ جنيه للسهم مثلاً ، فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق . إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة ، وحينئذ سوف تنحصر خسائره فى مقدار المكافأة المدفوعة ، التى تعادل تماماً الأرباح التى يحققها المحرر .

وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر . فخسائره محدودة بمقدار المكافأة ، أما أرباحه فلا حدود لها إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم فى وقت التنفيذ . وعلى العكس من ذلك فإن أرباح المحرر محدودة بمقدار المكافأة ، أما خسائره فلا حدود لها إذ تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم . وكما هو الحال فى اختيار البيع فإن دخول المحرر كطرف فى العملية لا يمكن أن يكون إلا إذا كانت توقعاته تشير إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم خلال الفترة التى يمكن أن ينفذ فيها الاتفاق .

ويميز فرنش (French, 1989, P. 401) بين المحرر الذى يمتلك الأسهم التى يتعاقد على بيعها Covered Writer وبين المحرر الذى لا يملكها Uncovered or Naked Writer ويضطر لشرائها إذا ما حلت لحظة التنفيذ . وكما يبدو فإن خسائر الأخير تكون مؤكدة إذا ما فاقت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ القيمة المتفق عليها ـــ لشراء السهم ـــ مضافاً إليها مقدار المكافأة . أما المحرر الذى يملك الأسهم فإن تكبده لخسائر فعلية يتوقف على القيمة التى كان قد سبق أن اشترى بها السهم . فلو أنه سبق أن اشتراه بقيمة تقل عن القيمة المتفق عليها إضافة إلى مقدار المكافأة فسيحقق أرباحاً فعلية ، وإن كانت أقل من الأرباح التى كان يمكن أن يحققها لو لم يبرم عقد الاختيار . أما إذا كان قد اشترى السهم بقيمة أكبر من ذلك فسوف يحقق خسائر فعلية ، يتوقف

حجمها على ما إذا كانت تلك القيمة أكبر من السعر السائد وقت تنفيذ التعاقد أو أقل منه .

ويصور شكل ٢ ـــ ٢ نتائج اتفاق الاختيار بالنسبة للمشترى والمحرر ، وذلك على ضوء مثال مفترض . يشير الشكل المذكور إلى أنه إذا تساوى سعر السهم فى السوق فى تاريخ التنفيذ مع سعر التعاقد (س = ت = ٥٠ جنيه) فإن خسائر مشترى الاختيار (المستثمر) وأرباح المحرر سوف تتمثل فى مقدار المكافأة (٣ جنيه للسهم الواحد) . أما إذا بلغت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ ما يعادل سعر التعاقد مضافاً إليه قيمة المكافأة (٥٠ + ٣ = ٥٣ جنيه) فلن يحقق مشترى الاختيار ربحاً أو خسارة . ذلك أنه سيشترى السهم وقت التنفيذ بقيمة ٥٠ جنيه وفقاً للإتفاق فى حين أن قيمته السوقية ٥٣ جنيه ، بذلك يحقق ربحاً إجمالياً قدره ٣ جنيه (مجمل ربح = ٥٣ ـــ ٥٠ = ٣ جنيه للسهم) . وحيث أنه قد سبق له أن دفع مكافأة قدرها ٣ جنيه للسهم فإن صافى الربح يصبح مساوياً للصفر (مجمل الربح ـــ قيمة المكافأة) . ويمكن للقارىء أن يستنتج بسهولة أن محرر الاختيار لن يحقق أيضاً ربحاً أو خسارة فى ظل قيمة سوقية للسهم مساوية لسعر التعاقد مضافاً إليه قيمة المكافأة .

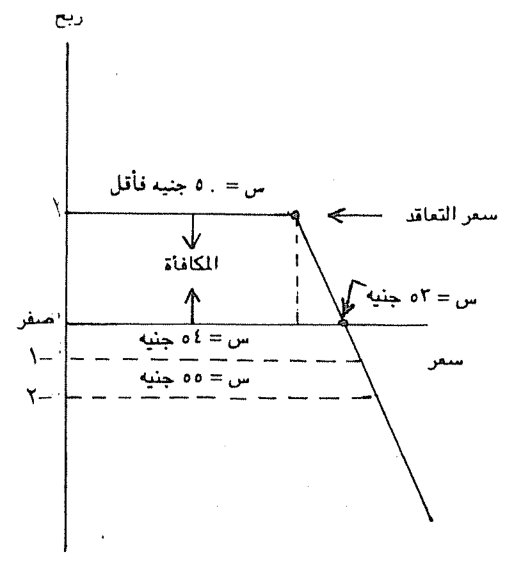
وإذا ما ارتفعت قيمة السهم فى السوق وقت التنفيذ إلى أكثر من ٥٣ جنيه (سعر التعاقد مضافاً إليه مقدار المكافأة) فإن أرباح مشترى الاختيار وخسائر المحرر تأخذ فى الظهور ، ثم التزايد مع كل زيادة فى القيمة السوقية للسهم . فلو أن القيمة السوقية للسهم ٥٤ جنيه سوف تبلغ أرباح المشترى وخسائر المحرر جنيهاً واحداً للسهم . وإذا ما بلغت القيمة السوقية للسهم ٥٥ جنيه ترتفع أرباح المشترى وخسائر المحرر إلى جنيهان للسهم الواحد وهكذا . وغنى عن البيان أنه إذا بلغت القيمة السوقية للسهم ٥١ جنيه تصبح خسائر مشترى الاختيار وأرباح المحرر جنيهان ، وتزداد خسائر المشترى وأرباح المحرر كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن ذلك(٥) .

---

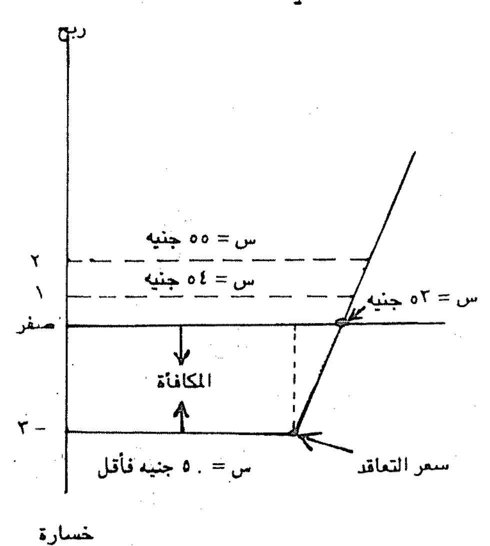
(٥) افترضنا عدم وجود تكلفة للمعاملات لتيسير العرض ، وإذا أسقط هذا الفرض فإن الأرباح (الخسائر) ستنخفض (سترتفع) بمقدار تلك التكاليف .

شكل ٢ ــ ٢
الربح (الخسارة) الذى يحققه
مشترى ومحرر اختيار الشراء

محرر حق الاختيار



مشتري حق الاختيار



من مخاطر انخفاض القيمه السوقيه لاوراق مالية يزمع بيعها فى تاريخ لاحق (اختيار البيع) ، أو لحماية نفسه من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزمع شرائها فى تاريخ لاحق (اختيار الشراء) . وكما سبقت الإشارة فى المقدمة فإن المضاربين Speculators يدخلون سوق الاختيار بهدف آخر هو تحقيق أرباح بمعدلات عالية . فالمضارب يشترى اختيار البيع إذا توقع انخفاض الأسعار ، بينما يشترى اختيار الشراء إذا توقع ارتفاع الأسعار . وكما هو واضح يتمثل حجم الاستثمار فى هذه الحالة فى قيمة المكافأة . ففى اختيار الشراء يبرم المضارب عقداً لشراء الورقة فى تاريخ لاحق ويدفع قيمة المكافأة . وإذا ما لاحت فرصة مناسبة فإنه يطلب تنفيذ العقد . فلو أن سعر التنفيذ ٥٠ جنيه وسعر السوق وقت التنفيذ ٥٥ جنيه ، والمكافأة ٣ جنيهات فإن ربح المضارب سوف يبلغ جنيهان . وحيث أن الاستثمار الأصلى هو ثلاثة جنيهات فقط ، فإن معدل العائد سوف يبلغ ٦٧٪ تقريباً .

وكما يبدو فإن ارتفاع العائد الذى يحققه المضارب يرجع إلى فكرة الرفع المالى (Levy & Sarnat, 1986, P. 644) حيث قام التعاقد على شراء ورقة قيمتها ٥٠ جنيه دفع منها المضارب ثلاثة جنيهات فقط ، ومن ثم يبدو الأمر كما لو أن محرر الاختيار قد منح المشترى إئتماناً قيمته ٤٧ جنيه . وحيث أن هدف المضارب هو الربح وليس امتلاك الورقة فإنه لا يطلب من المحرر تسليمه إياها فى تاريخ التنفيذ ، بل كل ما يطلبه هو الربح المتولد .

وأخيراً سنعرض فيما تبقى من صفحات هذا القسم لنوع من الصكوك تصدرها منشآت الأعمال تشبه إلى حد كبير الاختيار الذى يعطى الحق فى الشراء ، وإن كان لإصداره أهداف أخرى تختلف عن تلك التى ترتبط باختيار الشراء .

صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة :

تصدر بعض المنشآت نوعاً من الصكوك Warrants تعطى لحاملها الحق فى شراء عدد من أسهمها مستقبلاً بسعر يعلن مسبقاً ويطلق عليه سعر التنفيذ Exercise Price . وقد يكون هذا السعر ثابتاً Fixed كما قد يكون للمنشأة حق تغييره فى أى لحظة تريدها Stepped up . وكما يبدو فإن تلك الصكوك تشبه فى جوهرها اختيار الشراء Call Option وإن كانت تختلف عنه فى أن فترة التنفيذ قد تمتد لبضع سنوات بل وقد تكون أبدية Perpetual Warrants فى حين أن فترة التنفيذ فى الاختيار تتراوح بين ثلاثة شهور وتسعة شهور . يضاف إلى ذلك أن الصك المذكور تصدره المنشأة المعنية ، أما اختيار الشراء فقد يحرره طرف ليس له أى صلة بالمنشأة ، بل وقد لا تكون بين يديه الورقة المالية التى يتعهد ببيعها (Reilly, 1985, P. 736) .

ويشير فرنش (French, 1989, PP. 432-433) إلى فروق أخرى من بينها أن تنفيذ الصك ، أى استخدامه فى شراء الأسهم العادية يعنى حصول المنشأة المعنية على موارد مالية إضافية تتمثل فى قيمة بيع الأسهم التى ينص عليها الصك ، وهو ما يعنى بالتبعية تغيير فى مكونات هيكل رأسمال المنشأة . أما تنفيذ اختيار الشراء فلا علاقة له بالموارد المالية للمنشأة أو بهيكل رأسمالها . كذلك فإنه بينما يتضمن الاختيار الواحد شراء عدد محدد من الأسهم متعارف

عليه بين المتعاملين (عادة ١٠٠ سهم) فإن عدد الأسهم التى يمكن شراؤها بصك واحد قد تختلف من حالة إلى أخرى ، بل وقد لا يشترى الصك الواحد سوى جزء من السهم ، وهو ما يعنى ـــ فى هذه الحالة ـــ ضرورة أن يمتلك المستثمر عدداً من الصكوك حتى يمكنه شراء سهم واحد .

هذا إلى جانب أن شروط الاختيار تظل ثابتة أثناء سريانه ، أما شروط الصك فقد تتعرض لتغيير مستمر . وعادة ما ينصرف التغيير إلى تخفيض عدد الأسهم التى يشتريها صك واحد ، كما قد ينصرف إلى رفع سعر التنفيذ أى سعر شراء السهم . والهدف من النص على إمكانية تغيير الشروط هو رغبة المنشأة فى حث حامل الصك على تنفيذه ، فى أقرب وقت ممكن دون انتظار لفترة أطول ، قد تتغير خلالها الشروط فى غير صالحه .

ويضيف المؤلف سمتين أخرتين تميزان الصك عن الاختيار : السمة الأولى هى أن مشترى الصك لا يدفع مكافأة مباشرة على النحو الذى أشير إليه عند تناول الاختيار . أما السمة الثانية فهى أن الصك يعطى الحق فى شراء أسهم عادية فقط بينما يعطى الاختيار الحق فى شراء أسهم أو سندات أو حتى عملات .

وعادة ما تصاحب تلك الصكوك إصدارات جديدة من السندات (Railly, 1985, P. 736) أو الأسهم الممتازة (Fischer & Jordan, 1987, P. 448) أو حتى الأسهم العادية فى حالة المنشآت التى تتحول لأول مرة من الطرح الخاص إلى الطرح العام Initial Public Offering لأسهمها (Barry et al, 1991, P. 114) . ويطلق على تلك الإصدارات والصكوك المصاحبة لها وحدة من الأوراق المالية Unit of Securities التى عادة ما تتداول فى أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة والتجارة . وفى هذا الصدد يمكن التفرقة بين نوعين من الصكوك : صكوك يمكن تداولها بذاتها Datachable Warrants وصكوك لا تتداول إلا مع السندات أو الأسهم الممتازة المصاحبة لها Nondatachable Warrants . وإن كان النوع الأول هو الأكثر إنتشاراً (French, 1989, P. 433) .

وكما هو الحال بالنسبة للاختيار يتيح الصك لحامله فرصة تحقيق عائد بمعدلات عالية ، وذلك بالمقارنة بالعائد الذى يمكن أن يحققه لو أنه اشترى السهم من البداية . ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن أحد المستثمرين اشترى سنداً بصحبته صك قيمته السوقية ١٠ جنيهات ، ويعطى الحق فى شراء سهم عادى واحد للمنشأة المعنية بسعر تنفيذ قدره ٥٥ جنيه ، فى حين أن القيمة السوقية للسهم وقت شراء الصك كانت قد بلغت ٥٠ جنيه . بالطبع لن تكون للصك قيمة نظرية Theoritical Value طالما أن القيمة السوقية أقل من سعر التنفيذ[٦] .

وإذا ما حققت المنشأة قدراً من النجاح وارتفعت القيمة السوقية للسهم مستقبلاً إلى ٥٥ جنيه للسهم ، وارتفعت معها القيمة السوقية للصك بنفس القيمة لتصل إلى ١٥ جنيه ، حينئذ يكون معدل العائد على الاستثمار فى الصك ٥٠٪ (١٥ ـــ ١٠ = ٥ ÷ ١٠) . والآن نعود لنفس المستثمر ونفترض أنه لم يشترى السند الذى يصاحبه صك ، بل اشترى السهم العادى من البداية عندما كانت قيمته السوقية ٥٠ جنيه ، الآن يمكنه أن يبيع السهم بقيمة قدرها ٥٥ جنيهاً محققاً عائداً قدره ١٠٪ فقط (٥٥ ـــ ٥٠ = ٥ ÷ ٥٠) .

وغنى عن البيان أن السبب فى ارتفاع معدل العائد على الاستثمار فى الصكوك هو فكرة الرفع المالى (Fischer & Jordan, 1987, P. 451) . فقد تعاقد المستثمر على شراء سهم فى المستقبل غير أنه لم يدفع من أمواله الخاصة سوى جزء ضئيل (١٠ جنيه فى هذا المثال) يتمثل فى قيمة الصك ، أما الباقى فيمكن النظر إليه ـــ تجاوزاً ـــ على أنه إئتمان حصل عليه من المنشأة المعنية لشراء السهم المذكور . وعليه فإن العائد المتولد (٥ جنيه) هو عائد على ما استثمره من أموال والذى يتمثل فى القيمة السوقية للصك (١٠ جنيه) وليس القيمة السوقية للسهم ذاته .

ويضيف المؤلف أن فرصة تحقيق عائد مرتفع من وراء تلك الصكوك ليست قاصرة على المستثمرين بل تمتد أيضاً إلى المضاربين Speculators . إذ يمكن للمضارب أن يشترى الصك مستقلاً Datachable Warrant وذلك بالسعر

(٦) القيمة النظرية = « القيمة السوقية ـــ سعر التنفيذ » أو صفر أيهما أكبر .

الذى يباع به فى السوق (١٠ جنيهات) ، ثم ينتظر حتى ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى المستوى المتفق عليه ؛ كسعر للتنفيذ (٥٥ جنيه) ، وهو ما يؤدى بالتبعية إلى ارتفاع القيمة السوقية للصك لتصل إلى ١٥ جنيه ، محققاً بذلك عائداً يبلغ معدله ٥٠٪ .

ولعل المثال سالف الذكر قد أثار تساؤلاً لدى القارىء عن الأسباب التى تدفع بالمنشآت إلى إصدار مثل هذه الصكوك . يأتى فى مقدمة تلك الأسباب ترغيب المستثمرين فى شراء الأوراق المالية المصاحبة للصك . وقد يصل الترغيب إلى المستوى الذى قد تستطيع معه المنشأة إصدار السندات دون حاجة لرهن أصول لضمان الوفاء بقيمتها (French, 1989, P. 433; Samuels & Wilks, 1986, P. 204) أو إلى المستوى الذى يسمح لها ببيع الأوراق المالية المصاحبة بأسعار أعلى من قيمتها الاسمية ، بما يحقق زيادة فى حصيلة الاصدار (Reilly, 1985, P. 736; Brigham, 1989, P. 541) أو إصدارها بمعدل كوبون أقل (Fischer & Jordan, 1987, P. 448; Francis, 1986, P. 624) . ومن شأن الميزتين الأخيرتين أى زيادة الحصيلة وانخفاض معدل الكوبون ، أن يؤديا إلى تخفيض تكلفة الأموال للمنشأة . ولهذا أهميته خاصة للمنشآت الصغيرة التى تنمو بمعدلات سريعة والتى ينظر المستثمر إلى أوراقها المالية على أنها ذات مخاطر عالية (Barry et al, 1991) ، وهو ما يعنى فى حالة غياب الصكوك ضرورة رفع معدل الكوبون (Brigham, 1989, P. 541) .

ويضيف بريجهام (P. 542) أن الصكوك تضمن توفير الأموال المطلوبة عند الحاجة إليها فقط . فإذا ما حققت المنشأة قدراً من النمو فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى سعر التنفيذ أو يزيد . وفى ظل هذه الظروف يصبح من المتوقع قيام المستثمرين باستخدام الصكوك لشراء الأسهم بالسعر المتفق عليه ، مما يوفر للمنشأة الموارد المالية المطلوبة ــ لمرحلة النمو ــ أو جزءاً منها على الأقل . أما إذا لم يتحقق النمو المنتظر فلن تحتاج المنشأة لأموال إضافية ، ولن ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى المستوى الذى يشجع على استخدام الصكوك . وغنى عن البيان أن الصكوك التى تعطى الحق فى شراء أسهم عادية تتيح فرصة أفضل للمنشأة لتصريف إصداراتها المستقبلة من تلك الأسهم

(Samuels & Wilkes, 1986, P. 204) دون تكبد تكاليف تذكر لتسويقها . (Reilly, 1985, P. 737)

ويشير بريجهام (Brigham, 1989, P. 542) إلى أنه إذا أصبحت الحاجة إلى موارد مالية إضافية أمراً ملحاً ، فإنه يمكن للمنشأة حث حملة الصكوك على السعى إلى تنفيذها وذلك من خلال ثلاث وسائل رئيسية : الوسيلة الأولى تتمثل فى رفع مستوى التوزيعات مما قد يشجع حملة الصكوك على استخدامها فى شراء أسهم المنشأة ، خاصة وهم يدركون أن الصك فى حد ذاته لا يعطى لحامله نصيب فى أرباح المنشأة . أما الوسيلة الثانية فتتمثل فى النص فى قرار الإصدار على أن للمنشأة الحق فى رفع سعر التنفيذ ، حينئذ يتوقع أن يسارع حملة الصكوك إلى تنفيذها دون إنتظار تحقيق المزيد من المكاسب ، وذلك خشية أن تقوم المنشأة برفع سعر التنفيذ . وأخيراً تتمثل الوسيلة الثالثة فى جعل فترة التنفيذ قصيرة نسبياً ، مما لا يتيح لحملة الصكوك فرصة للإنتظار .

ورغم هذه المزايا فإن للصكوك بعض العيوب من وجهة نظر المنشأة المصدرة لها . ومن أهم تلك العيوب أن تنفيذ الصكوك يعنى زيادة عدد الأسهم العادية المتداولة بشكل قد يترك أثراً عكسياً على ربحية السهم Dilution وعلى قيمته السوقية بالتبعية (Reilly, 1985, P. 736; Barry et al, 1991) وذلك على نحو مماثل لما يحدثه اشتقاق الأسهم والتوزيعات فى صورة أسهم ، التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الأول . لذا فإن التشريعات عادة ما تلزم المنشأة بنشر معلومات عن ربحية السهم ، بما يتيح فرصة أفضل للمستثمرين الحاليين والمحتملين لتقدير الأثر العكسى الذى تحدثه الصكوك (Van Horne, 1989a, P. 614) .

ففى الولايات المتحدة تُنْشَرْ الربحية الأساسية للسهم Primary Earnings Per Share وهى عبارة عن صافى الربح المتاح لحملة الأسهم العادية مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة . كما تُنْشَرْ كذلك ربحية السهم فيما لو نُفذت الصكوك المصدرة Fully Diluted Earnings Per Share والتى تتمثل فى صافى الربح المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية) مقسوماً على الأسهم العادية المصدرة ، مضافاً

إليها الأسهم التى يمكن أن تصدر لو أن حملة الصكوك قرروا استخدامها لشراء أسهم المنشأة . ولنا عودة إلى هذه النقطة مرة أخرى وذلك فى الفصل العاشر .

أما بالنسبة للمستثمر فتحقق له الصكوك مزايا تفوق تلك التى يمكن تحقيقها من اختيار الشراء Call Option . فالصك شأنه شأن إختيار الشراء يتيح فرصة مستقبله لشراء عدد من الأسهم ، وذلك فى مقابل استثمار يتمثل فى مبلغ صغير يدفع مبدئياً ، على أن يدفع الباقى وقت التنفيذ(٧) . وهذا يعنى ــ فى ظل فكرة الرفع المالى ــ إمكانية تحقيق عائد بمعدل مرتفع .

يضاف إلى ذلك أن الصكوك ــ شأنها فى ذلك شأن اختيار الشراء ــ تحقق للمستثمر حماية ضد إرتفاع محتمل فى أسعار الأسهم التى يخطط لامتلاكها ، مع إمكانية تحقيق قدر من الأرباح الرأسمالية . ذلك أنه يمكن للمستثمر أن يشترى الأسهم العادية التى يرغب فى امتلاكها فى ذات الوقت الذى يشترى فيه الورقة المالية التى يصحبها الصك (سند أو سهم ممتاز) الذى يعطيه الحق فى شراء أسهم عادية مستقبلاً . وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم مستقبلاً فيمكن بيعها بسعر السوق محققاً بعض الأرباح . ثم يستخدم الصكوك بعد ذلك فى شراء الأسهم من المنشأة بالسعر المنصوص عليه ، والذى سيكون بالطبع أقل من القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ .

وإذا كانت للصكوك تلك المزايا من وجهة نظر المستثمر ــ أو حتى المضارب ــ فإن لها بعض العيوب . أولها أن قيمة الصك ــ كما هو الحال بالنسبة للإختيار ــ ترتبط إرتباطاً وثيقاً بالقيمة السوقية للسهم ، بمعنى أن الصك تكون له قيمة بالنسبة للمستثمر إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى مستوى سعر التنفيذ ، أما إذا ظلت دون ذلك طوال فترة التنفيذ فلن يكون للصك أى قيمة . وهذا يعنى أمرين : أولهما أن تحقيق الأرباح مشروط بطول فترة التنفيذ ، بمعنى أنه كلما طالت فترة التنفيذ كلما زاد احتمال ارتفاع القيمة السوقية للصك ، وأن تصبح للصك قيمة بالنسبة لحامله French, 1989)

(٧) بالنسبة للإختيار يتمثل المبلغ المدفوع فى قيمة المكافأة ، أما بالنسبة للصك فالمبلغ يتمثل فى الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء الورقة المالية التى يصحبها الصك وبين القيمة السوقية للورقة فيما لو لم يصحبها صك (Brigham, 1989, P. 541) .

P. 434) . أما الأمر الثانى فهو أنه إذا كان الرفع المالى الذى يتسم به الاستثمار فى الصكوك يعنى تحقيق أرباح بمعدلات عالية ، إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم ، فإنه يعنى من ناحية أخرى تحقيق خسائر بمعدلات عالية أيضاً إذا ظلت القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ .

يضاف إلى ذلك عيب آخر هو أنه عندما تقرر المنشأة إجراء توزيعات فى شكل أسهم ، أو تقرر اشتقاق الأسهم فإن القيمة السوقية للسهم تنخفض إلى مستوى قد يستحيل معه تنفيذ الصك ، نظراً لاتساع الفجوة بين القيمة السوقية للسهم وبين سعر التنفيذ (Reilly, 1989, P. 736) . ونظراً لأن هذا الأمر من شأنه أن يؤدى إلى إحجام المستثمرين عن شراء الإصدارات التى تصاحبها تلك الصكوك ، فإنه قد ينص على أن يَتْبَعْ الاشتقاق أو توزيع أرباح فى صورة أسهم تخفيض سعر التنفيذ ، أو زيادة عدد الأسهم لكل صك .

وفى الصفحات المتبقية من هذا القسم سوف نلقى المزيد من الضوء على الجوانب الأساسية لتلك الصكوك ، وذلك من خلال مثال مفترض لمنشأة تفكر الآن فى إصدار سندات بقيمة ٥ مليون جنيه ، وأنها تدرك حاجتها المستقبلة إلى ٣ مليون جنيه إضافية تصدر بها أسهماً عادية وذلك خلال أربع سنوات . فى ظل هذه الظروف قد يكون إصدار الصكوك أمراً مفضلاً ، وذلك على أساس أنها تزيد من جاذبية السندات ، كما تتيح فرصة أفضل لتصريف الأسهم العادية عند إصدارها (Reilly, 1985, PP. 736-737) .

ولنبدأ بافتراض أن المنشأة سوف تصدر مع السندات صكوك سارية المفعول لمدة ٤ سنوات بمعدل ٣ صكوك لكل سند ، ويعطى الصك الواحد الحق فى شراء سهم واحد بسعر تنفيذ قدره ١٠٠ جنيه . ومن المتوقع بالطبع أن يكون السعر المذكور أعلى من القيمة السوقية للسهم وقت إصدار الصك ، وإلا سارع حامل الصك إلى تنفيذه بمجرد صدوره . وحيث أن المنشأة تخطط مستقبلاً للحصول على ٣ مليون جنيه فى صورة أسهم عادية ، فإنه يصبح من المتوقع إصدار ٣٠٠٠٠ سهم (٣٠٠٠٠٠٠ جنيه ÷ ١٠٠ جنيه) عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم لتصل إلى سعر التنفيذ (١٠٠ جنيه للسهم) .

وكما سبقت الإشارة فإن إصدار الصكوك قد يرفع من القيمة السوقية للسند . وسوف نفترض أن السند سوف يباع بقيمة ٥٠٠ جنيه فى حين أن السند المماثل الذى سبق أن أصدرته المنشأة دون أن يصحبه صكوك يباع بسعر ٤٧٥ جنيه . ويمثل الفرق (٢٥ جنيه) فى حقيقة الأمر القيمة السوقية للصك . وحيث أن المنشأة تخطط لإصدار وبيع سندات بقيمة ٥ مليون جنيه ، فإن عدد السندات التى يتوقع إصدارها سوف يبلغ ١٠٠٠٠ سند (٥٠٠٠٠٠٠ جنيه ÷ ٥٠٠ جنيه) .

وإذا ما إرتفعت القيمة السوقية للسهم خلال فترة التنفيذ لتصل إلى ١٢٠ جنيه ، فحينئذ يصبح للصك قيمة ذاتية Intrinsic Value تعادل عشرون جنيهاً (١٢٠ جنيه ــ ١٠٠ جنيه) . ويصبح من المتوقع تنفيذ الصكوك التى سبق إصدارها ، مما يعنى إمكانية بيع ٣٠٠٠٠ سهم (١٠٠٠٠ سند × ٣ صكوك) بسعر ١٠٠ جنيه للسهم ، مما يوفر للمنشأة الموارد المالية التى خططت للحصول عليها خلال أربع سنوات (٣ مليون جنيه) . وحيث أن المستثمر قد دفع ٢٥ جنيهاً إضافية لكل سند (٥٠٠ جنيه ــ ٤٧٥ جنيه) ، وأن السند الواحد يصحبه ٣ صكوك قيمة كل صك عشرون جنيهاً ، فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره ٣٥ جنيه (٣ صكوك × ٢٠ جنيه ــ ٢٥ جنيه) . أما بالنسبة للمنشأة فقد حصلت على ما تحتاجه من الأموال ، كما وفرت على نفسها تكاليف تصريف الإصدار . وهكذا تحققت الاستفادة للطرفين .

الأوراق المالية المُخلَقَة المتداولة فى أسواق مستحدثة :

يقصد بالأوراق المالية المُخلَقَة Securitization أوراق مالية قابلة للتداول فى أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة ، وكانت تلك الأوراق فى الأصل استثمارات غير سائلة Illiquid Assets لا تتحول إلى نقدية إلا فى تاريخ الاستحقاق ، نظراً لعدم وجود سوق تتداول فيه . (Geisst, 1989, P. 140) . ومن الأمثلة على تلك الأصول فى الولايات المتحدة قروض الإسكان Home Mortgage وهى تمثل إتفاق يبرم بين أحد الأفراد الراغبين فى شراء منزل للإسكان فيه ، وبين مؤسسة مالية للإقراض . وبمقتضى الاتفاق يحصل الطرف

الأول على قرض لشراء المنزل على أن تسدد قيمته على أقساط شهرية ، وأن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية .

ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر فى مقابلها صكوك قابلة للتداول Securitization ومضمونه بتلك القروض Mortgage Backed Securities ، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط فى خدمة الصكوك التى تم إصدارها . ولتيسير تداول تلك الصكوك عادة ما يُصْدَر الصك بقيمة إسمية صغيرة ، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين . وفى حالة فشل المقترض (مشترى العقار) فى الوفاء بما عليه من التزامات ، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك ، على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتها . وتعتبر قروض الإسكان هى المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المُخَلَّقَة (Van Horne, 1989a, P. 541) التى انتشرت بعد ذلك فى مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التى تقدمها البنوك والقروض التجارية .

بل وامتدت الفكرة إلى القروض التى حصلت عليها دول العالم الثالث من بنوك عالمية ، ثم تعثرت فى سدادها . فلكى تتجنب البنوك المعنية الآثار السلبية لمثل هذه المشكلة والتى قد تنتهى باشهار افلاس البنك ، فقد قامت بالتعاون مع بيوت سمسرة متخصصة بخلق سوق تتداول فيه هذه القروض (Geisst, 1989, P. 141) حيث تعرض تلك البيوت يومياً أسعار بيع وشراء كل قرض متاح للتداول Bid-Offer Price . ولكن ما هى دوافع شراء تلك القروض ؟ ومن هم مشتريها ؟

عادة ما تباع تلك القروض بخصم كبير على قيمتها ، ومن ثم فإن معدل العائد الذى يمكن أن يحققه المشترى (المستثمر) يكون مرتفعاً ويندر أن يتحقق له فى مجال آخر . ومن المتوقع بالطبع أن يكون للمشترى وسائل ــ لا تتاح للبنوك المقرضة ــ يمكن بمقتضاها تحصيل قيمة القرض . ويشير الواقع العملى إلى أن المشترين لتلك القروض هى شركات دولية لها نشاط فى الدولة المدينة ، ومن ثم فإنها تتقدم لحكومة الدولة المعنية بطلب لسداد القرض بالعملة المحلية ، ثم تقوم باستخدام الحصيلة فى تمويل عملياتها فى تلك الدولة . وبالطبع

يلاقى هذا الإجراء ترحيباً من الحكومة المعنية ، وذلك طالما أن السداد سيتم بالعملة المحلية وليس بعملة أخرى .

الخلاصة :

تتداول معظم الأوراق المالية طويلة الأجل التى تصدرها الحكومة فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة ، أما الباقى فيحتكر البنك المركزى ووزارة الخزانة فى الدولة تداولها . أما بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التى تصدرها الحكومة أو منشآت الأعمال فتتداول فى سوق النقد ، وهى سوق غير منظمة تشتمل على عدد من بيوت السمسرة والبنوك التجارية وما يماثلها . وإلى جانب أسواق رأس المال وأسواق النقد هناك أسواق العقود المستقبلة ويقصد بها هنا الأسواق المنظمة التى تتداول فيها اختيارات الشراء والبيع ، إضافة إلى أسواق أخرى غير منظمة تخلقها بيوت سمسرة وتجارة تتداول فيها الصكوك التى تعطى لحاملها الحق فى شراء الأسهم العادية التى تصدرها بعض منشآت الأعمال ، وأسواق أخرى مماثلة تتداول فيها الأوراق المالية المُخَلَّقَة .



الباب الثانى
هيكل أسواق رأس المال الفورية

أشرنا فى الباب الأول إلى أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد . وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية ، وأسواق العقود المستقبلة . وتمثل الأسواق الحاضرة محور اهتمام المؤلف ومن ثم فسوف تعالج فى ستة أبواب متتالية ، أولها هو الباب الثانى الذى نحن بصدده والذى نعرض فيه لهيكل أسواق رأس المال الفورية ، وذلك فى ثلاثة فصول متتالية هى الفصل الثالث ، والفصل الرابع ، والفصل الخامس .

ففى الفصل الثالث نعرض لهيكل تلك الأسواق ، بما يلقى الضوء على تنظيمها وكيفية ادارتها وعضويتها ، إضافة إلى الخدمات التى تؤديها للمستثمرين . وفى الفصل الرابع ننتقل إلى قواعد وإجراءات التعامل فى تلك الأسواق ، حيث نتناول أنواع الأوامر ، وإجراءات وتكلفة تنفيذها ، وكذا كيفية سداد قيمة المعاملات التى تسفر عنها . وأخيراً يخصص الفصل الخامس للمخالفات التى قد تقع من المتعاملين فى تلك الأسواق ، والتى تنطوى على غش أو تدليس أو احتيال ، والاجراءات المتخذة فى مواجهتها . ويأمل المؤلف أن تسهم محتويات هذا الباب فى إقامة صرح أسواق رأس المال العربية على أساس سليم .

الفصل الثالث
تنظيم وإدارة
أسواق رأس المال الفورية

أفردنا فصلاً كاملاً هو الفصل الأول لأهم الأوراق المالية التى تتداول فى أسواق رأس المال الفورية ، وهى الأسهم والسندات التى تصدرها منشآت الأعمال . ولعل محتويات هذا الفصل قد أثارت لدى القارىء تساؤلات عديدة عن ما يعنيه اصطلاح بنكير أو بنك الإستثمار والدور الذى يضطلع به ، والسمات التى تميز الأسواق المنظمة عن الأسواق غير المنظمة ، وكيفية إصدار الأوراق المالية وكيفية تداولها ... وتساؤلات كثيرة يتطلب الإجابة عنها المسارعة فى تناول أسواق رأس المال الفورية ، باعتبارها المكان الذى تصدر أو تتداول فيه الأسهم والسندات .

وحتى يجد كل متسائل ضالته كان من الضرورى التركيز على أسواق رأس المال فى الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث تتميز بالتعدد والتنوع مما يتيح للقارىء قدر من المعرفة الشاملة بشأن تلك الأسواق . ولكى يتحقق هذا الهدف سوف يتم تقسيم محتويات هذا الفصل إلى أربعة أقسام . القسم الأول ويتناول بنكير أو بنك الإستثمار الذى يطلق عليه السوق الأول ، باعتباره المختص بإصدار الورقة المالية وطرحها للبيع لأول مرة . ثم القسم الثانى الذى يعرض للسوق الثانى الذى يتضمن الأسواق المنظمة (البورصات) وغير المنظمة بما فيها السوق الثالث والسوق الرابع وأسواق أخرى . يأتى بعد ذلك القسم الثالث الذى يتناول كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية فى الأسواق ، فالقسم الرابع الذى يعرض لتباين ممارسات صناع السوق فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة .

السوق الأول :

يقصد بالسوق الأول Primary Market السوق الذى تخلقه مؤسسة

متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت باصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية . وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار Investment Banker or Bank أو المتعهد Underwriter الذى عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة ، مثل مارلنش Merril Lynch ومؤسسة بوسطن الأولى First Boston Corporation ومورجان ستانلى Morgan Stanley وإخوان سالومون Salomon Brothers فى الولايات المتحدة . وفى الدول التى تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار .

ولا يخرج بنك الإستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة ، وبين الجهة التى قررت إصدارها . فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكى يتم إصدار الورقة ، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور . وكما يبدو فإن بنك الإستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف ، كما أن تمويله لشراء الإصدار — على النحو المشار إليه — لا يمثل إستثماراً دائماً ، بل هو إستثمار مؤقت ينقضى بمجرد نجاحه فى التخلص من الإصدار بالبيع (Welshans and Melicher, 1984, P. 228) .

ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقين آخرين هما : الأسلوب المباشر ، والمزاد (Schall & Haley, 1988, P. 27) . ويقصد بالأسلوب المباشر Direct Approach قيام الجهة المصدرة للورقة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكى تبيع لها الأسهم أو السندات التى أصدرتها . أما المزاد Auction Approach فهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق . وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء ، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار . ونظراً لأن الإعتماد على بنوك الإستثمار هو الأسلوب السائد فى إصدار أسهم وسندات منشآت الأعمال التى هى المحور الأساسى لاهتمامنا ، فإنها ستحظى بتغطية تفصيلية فيما تبقى من هذا القسم . إذ نبدأ أولاً بالتعرض لكيفية إختيار بنك

الإستثمار الذى يتولى الاصدار ، ثم نعرض بعد ذلك للمهام الرئيسية التى يضطلع بها ، يلى ذلك الإجراءات التى يتبعها لتسجيل الاصدار ، على أن يعطى اهتماماً خاصاً بنظام التسجيل على الرف .

إختيار بنك الإستثمار :

قبل إختيار بنك الإستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغى أن تتخذها المنشأة المعنية وهى تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها ، وتوقيت الإصدار ونوع الورقة التى ينبغى إصدارها أى ما إذا كانت سهم أو سند . وهذه القرارات تعتبر مبدئية إذ قد يعاد النظر فيها بناءً على نصيحة بنك الإستثمار الذى سيقع عليه الاختيار (Brigham & Gapenski, 1987, P. 421) .

يتم إختيار المنشأة لبنك الإستثمار بأحد أسلوبين : التفاوض المباشر ، وتقديم العطاءات (Aragon, 1989, P. 717) . وفى ظل التفاوض المباشر Direct Negotiation لا يتوقع أن يكون عدد البنوك التى يجرى معها التفاوض كبيراً . ذلك أن التفاوض عادة ما يكون مع بنوك ذات خبرة سابقة مع المنشأة (Brealy & Myers, 1988, P. 340) ، كما أن بنوك الإستثمار ذاتها متخصصة ، فبعضها يتخصص فى تصريف أوراق مالية لأنواع معينة من المنشآت (Aragon, 1989, P. 717) .

أما أسلوب العطاءات Competitive bid فبمقتضاه يتنافس عدد من بنوك الإستثمار لكى يرسو عليها عطاء الإصدار ، وتتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التى تتكبدها المنشأة . ففى حالة السندات يقع الإختيار على البنك الذى يتضمن عطائه أقل معدل كوبون ممكن (Schall & Haley, 1988, P. 27) . وفى حالة الأسهم قد تكون المفاضلة على أساس السعر الذى يدفعه البنك لشراء الإصدار أو على أساس نسبة الإصدار التى يضمن تصريفها (Scott et al, 1988, P. 606; Gitman et al, 1985, P. 858) .

وتدعى بنوك الإستثمار أن التفاوض المباشر يخدم مصالح المنشأة بشكل أفضل إذ يخصص البنك من البداية وقتاً أطول ومجهوداً أوفر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار ، وهو أمر لا يمكن أن يتحقق فى ظل أسلوب العطاءات طالما

أن البنك لا يضمن رسو العطاء عليه (Brealy & Myers, 1988, P. 340; Denis, 1991, P. 197) . يضاف إلى ذلك أن المفاضلة في ظل أسلوب العطاءات تتم على أساس التكاليف التى تتكبدها المنشأة ، وليس على جودة الخدمة المقدمة لها وخاصة فى مجال النصح والمشورة (Scott et al, 1988, P. 606) . هذا إلى جانب أن دراسات ميدانية تلقى بظلال من الشك بشأن الإدعاء بأن أسلوب العطاءات يسهم فى تخفيض تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة (Tallman et al, 1974; Denis, 1991) على أساس أن العطاء المقبول هو ذلك الذى يكبد المنشأة قدر أقل من التكاليف .

وهنا يثار سؤال ذا مغزى ، ماذا فى حالة تساوى كل العوامل الأخرى ، هل من الأفضل إختيار بنك الإستثمار الأكثر سمعة وشهره ؟ فى دراسة لجونسون وميلر (Johnson & Miller, 1988) كشفت عن أن الإستعانة ببنك إستثمار معروف ومشهود له يزيد من ثقة المستثمرين المحتملين فى الإصدار الجديد ويزيد بالتالى من إحتمال بيع الورقة بقيمتها الحقيقية أو بقيمة قريبة منها . فضلاً عن أنه يسهم فى الحد من فرص إنخفاض القيمة السوقية للورقة أثناء فترة الإصدار مما يزيد من حصيلة بيع الإصدار ، وهو ما أكدته نتائج دراسات سابقة (Block & Stanley, 1980; Neuberger & LaChapelle, 1983) . غير أن جونسون وميلر قد أشارا كذلك إلى أنه إذا كانت تلك البنوك تسهم فى زيادة حصيلة الإصدار ، فإنها تحصل على معدلات عمولة عالية قد تعادل الزيادة فى تلك الحصيلة . ولعل هذا يفسر إستمرار العديد من بنوك الإستثمار الأقل سمعة فى ممارسة نشاط الإصدار (Beatty & Ritter, 1986) .

ويحذر جونسون وميلر (P. 19) من الإعتقاد بأنه إذا كان إصدار الورقة من خلال بنوك الإستثمار الأكثر سمعه يتيح فرصة أفضل لبيع الورقة بقيمتها الحقيقية Intrinsic Value ، فإن هذا لا يعنى أن الأوراق المالية التى تصدرها بنوك الإستثمار الأقل سمعة تباع بقيمة تقل عن قيمتها الحقيقية . فلو أن الخبرة السابقة للمستثمرين أثبتت أن الإصدارات التى تتولاها البنوك الأقل سمعة تباع عند قيمة تقل عن قيمتها الحقيقية (مما يعنى فرصة متاحة للمستثمر لتحقيق أرباح فيما بعد) فى الوقت الذى تباع فيها الإصدارات التى تتولاها بنوك أكثر سمعة

عند قيمتها الحقيقية (مما يعنى فرصة أقل لتحقيق أرباح فيما بعد) لأحجم المستثمرين عن شراء الإصدارات التى تتولاها البنوك الأكثر سمعة . ونظراً لأن هذا لم يحدث ، فإنه يمكن إستنتاج أن السعر الذى تباع به الورقة من خلال بنك أقل سمعة ليس من الضرورى أن يكون أقل من القيمة الحقيقية للورقة .

المهام الرئيسية لبنك الإستثمار :

حتى يقوم بنك الإستثمار بوظيفته على الوجه الأكمل عليه أن يضطلع بأربع مهام رئيسية (Scott et al, 1988, PP. 607-608; Welshans & Melicher, 1984, PP. 228-230; Francis, 1986, PP. 49-51; Chandler, 1979, P. 239) أولها توجيه النصح والمشورة Advisory بشأن : حجم الإصدار ، ومدى ملائمة توقيته ، وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة . وهو ما يعنى فى الواقع إحتمال إعادة النظر فى القرارات المبدئية التى سبق أن إتخذتها المنشأة فى هذا الشأن (Brigham, 1989, P. 454) . أما المهمة الثانية فهى القيام بكافة الإجراءات التنفيذية Administrative للإصدار الفعلى للورقة ، وما قد يتطلبه ذلك من إتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة Securities & Exchange Commission التى سيشار إليها فيما بعد .

يأتى بعد ذلك المهمة الثالثة وهى التعهد Underwriting بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها . وقد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التى تعهد بتصريفها Agency Arrangement . وفى بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد Best Effort لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه ;Sharpe, 1986, P. 45) Francis, 1986, P. 50; Schall & Haley, 1988, P. 615; Van Horne, 1989a, P. 561) وذلك فى مقابل عمولة ، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار (Scott et al, 1988, P. 606). وفى حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذى يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين Privileged Subscription على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه Rights Offering . وعادة ما ينص الإتفاق على أن يكون بنك الإستثمار جاهزا Standby Agreement ومتعهد لشراء ما يتبقى بعد ذلك (Scott et al, 1988, P. 606; Gitman et al, 1985, P. 859) .

وأخيراً تتمثل المهمة الرابعة فى التوزيع Distribution الفعلى للإصدار وذلك ببيعه للجمهور ، أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذى يمارسه . وتعتبر المهمة الرابعة المحور الأساسى لعملية الإصدار ، إذ يبدأ التمهيد لها منذ التفكير فى إصدار الورقة . ففى البداية يتم التفاوض بين المنشأة والبنك على حجم الإصدار ونوعه أى ما إذا كان أسهم أو سندات ، ثم يبرم إتفاق يتضمن كافة الشروط عدا السعر الذى ستباع به الورقة . وكلها أنشطة تلعب دوراً أساسياً فى التأثير على مهمة التوزيع .

هذا ويطلق على البنك الذى أبرم العقد مع المنشأة بالبنك المنشىء Originator . وفى حالة الإصدارات الكبيرة عادة ما يبرم البنك المنشىء عقد مشاركة Syndicate مع بنوك إستثمار أخرى تتعهد فيه بالمساهمة فى توزيع وتمويل شراء الإصدار ، كما تتحمل مع البنك المنشىء مخاطر الفشل فى التسويق (Schall and Haley, 1988, P. 616; Van Horne, 1989a, P. 559; French, 1989, P. 33; Radcliffe, 1982, P. 50; Francis, 1986, P. 50; Sharpe, 1986, PP. 44-45) وذلك فى مقابل الحصول على جزء من عمولة الاصدار التى عادة ما تتراوح نسبتها ما بين ١٠٪ ، ١٥٪ من حصيلة بيع الاصدار (Barry et al, 1991, P. 116) ، وكما هو واضح يتوقع أن يزيد عقد المشاركة من ثقة الجهة المصدرة فى البنك المنشىء .

تسجيل وتسعير الاصدار :

لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة (Securities and Exchange Commission (SEC والتى يقع على عاتقها مسئولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار (Brigham and Gapenski, 1987, PP. 427-428) . ومن بين تلك البيانات (Radcliffe, 1982, P. 53) الهدف من الإصدار ، والسعر المحدد للبيع للجمهور وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للشركة ، وميزانية عمومية تفصيلية وقائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة ، ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الإستثمار المختص . هذا ويتولى البنك المنشىء إرسال صورة من تلك البيانات —

بعد إعتمادها من اللجنة المذكورة ـــ إلى المستثمرين المحتملين الذين قد يرغبون فى شراء الورقة ، والتى يطلق عليها بالمنشور Prospectus على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الخامس . وغنى عن البيان أن الإصدارات الحكومية مستثناه من تقديم أو إعتماد أى بيانات من لجنة الأوراق المالية والبورصة (Francis, 1986, P. 53) .

وعادة ما يتحدد السعر الذى تباع به الورقة قبيل آخر خطوة فى إجراءات التسجيل ، وذلك حتى يتم التسعير وفقاً لأحدث المعلومات المتاحة . وإذا ما كان تقدير السعر سليماً ، والظروف الإقتصادية مواتية ، والمركز المالى للمنشأة المعنية قوى ، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار فى أيام قليلة بل وربما فى بضع ساعات Go out the Window . أما إذا لم يتوافر واحد أو أكثر من تلك الشروط فقد يتطلب الأمر أسابيعاً أو شهوراً قبل أن يتم التخلص من الإصدار Sticky Issue ، بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه ، مما قد يعنى تكبده لخسائر قد تكون ضخمة (Francis, 1986, P. 53) .

وبالنسبة للإصدار الجديد من الأسهم العادية لمنشأة لها أسهم عادية سبق إصدارها وتتداول فى البورصة بالفعل Secondary Offering or Seasoned New Issue يتوقع أن يكون سعر السهم فى الإصدار الجديد قريباً من القيمة السوقية للسهم القديم . ذلك أن سعر الاصدار يتحدد بعد اعلان سعر الاقفال فى اليوم السابق للاصدار (Loderer et al, 1991, P. 41) ، أما بالنسبة للمنشآت التى قررت التحول من الطرح الخاص للأسهم إلى الطرح العام للجمهور ، فإن السعر الذى يباع به السهم فى الإصدار الجديد Initial Public Offering (IPO) سوف يتوقف على توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة (Fischer & Jordan, 1987, P. 28) . وبالنسبة للسندات يتوقف السعر على معدل العائد الذى يتوقع أن يحققه المستثمر Yield to Maturity أخذا فى الحسبان المستوى العام لأسعار الفائدة (Brigham, 1989, P. 455) .

وللمحافظة على إستقرار Stability سعر بيع الورقة وحمايته من الهبوط خلال فترة التوزيع ، قد يلجأ بنك الإستثمار إلى شراء ما يُعْرَضْ منها للبيع فى البورصة خلال تلك الفترة (Sharpe, 1986, P. 45; Francis, 1986, P. 53) . وعلى

الرغم من أن هذا الإجراء يعد فى الحقيقة نوع من التضليل للمستثمرين إذ يعطى إنطباعاً بوجود طلب على الورقة ، فإن القانون عادة ما يتجاهل تناوله بهدف حماية بنوك الإستثمار من التعرض لخسائر فادحه . ذلك أن زيادة المعروض من الورقة ـــ بسبب إعادة بيعها ـــ من شأنه أن يؤدى إلى صعوبة تصريف الإصدار فضلاً عن هبوط سعر الورقة خلال فترة التوزيع (Welshans & Melicher, 1984, P. 231; Amihud & Mendelson, 1988, P. 12) .

وتجدر الإشارة إلى نقطتين هامتين : الأولى أن القانون عادة ما يحرم على المنشأة التى تقوم بنفسها بتسويق الإصدار الجديد (الأسلوب المباشر فى الإصدار الذى سبق الإشارة إليه) أن تدخل مشتريه لذلك الإصدار خلال فترة التوزيع . أما النقطة الثانية فهى أن الإستقرار المنشود فى سعر الورقة خلال فترة التوزيع يمكن تحقيقه أيضا من خلال الأسهم المضمونة السعر والتى سبق مناقشتها فى الفصل الأول . فهذه الأسهم تقدم خدمة لبنك الإستثمار فى حالة تعهده بتصريف الإصدار ، كما تقدم خدمة للمنشأة إذا اقتصر إلتزام بنك الإستثمار على بذل أقصى جهد . ففى كلا الحالتين تتضاءل فرصة قيام المشترى بإعادة بيع الورقة خلال فترة التوزيع ، وبالتالى تتضاءل فرصة الفشل فى توزيع الإصدار بالسعر الذى تعرض به الورقة (Chen & Kensinger, 1988) .

هذا ويتمثل ربح البنك فى الفرق بين القيمة التى باع بها الإصدار وبين القيمة التى إشتراه بها Underwriter Spread وذلك بعد خصم تكاليف الإصدار التى تكبدها Flotation Costs (Fischer & Jordan, 1987, P. 27; Van Horne, 1989a, PP. 562-563) . وتتفاوت تكاليف الإصدار وفقاً لنوع الورقة . فتكلفة إصدار الأسهم العادية تفوق تكلفة إصدار الأسهم الممتازة ، التى تفوق بدورها تكلفة إصدار السندات (Brigham, 1989, PP. 454-455) . ولعل السبب فى إنخفاض تكلفة إصدار السندات أنها تباع فى كميات كبيرة لعدد محدود نسبياً من كبار المستثمرين ، أما الأسهم بنوعيها فتباع فى كميات صغيرة لعدد كبير من المستثمرين (Francis, 1986, P. 54) .

وفى هذا الصدد يشير فرانسيس (Francis, 1986, P. 54) وبريجهام

(Brigham, 1989, P. 545) إلى أن العلاقة بين حجم الإصدار وبين نصيب السهم أو السند من تكلفة الإصدار هى علاقة عكسية وإن كانت غير خطية ، ويرجع هذا إلى أن الجانب الأكبر من تكلفة الإصدار (٨٥٪ تقريباً من تلك التكلفة) تتمثل أساساً فى مصاريف تسجيل الورقة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، التى هى تكاليف ثابتة بطبيعتها . ويضيف فرانسيس (P. 54) سبباً آخر ـــ غير تكلفة التسجيل ـــ يجعل نصيب السهم أو السند من تكلفة الإصدار مرتفعاً فى حالة الإصدارات الصغيرة ، ويتمثل هذا السبب فى أن تلك الإصدارات عادة ما تكون لمنشآت غير معروفة الأمر الذى يعنى إرتفاع تكاليف البحث والدراسة وأيضاً تكاليف التوزيع .

وإعترافاً بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل ، أدخلت لجنة الأوراق المالية والبورصات فى الولايات المتحدة تعديلاً إجرائياً فى عام ١٩٨٢ يسمح للمنشآت التى تصدر أوراقاً مالية من حين إلى آخر ـــ وهى عادة منشآت كبيرة ـــ بأن تقدم طلب تسجيل رئيسى يتضمن خطة تمويل طويلة الأجل (Gitman et al, 1985, P. 855) مصحوباً بالرسوم المقررة ، على أن تلتزم بتحديث بيانات الطلب فى كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد . ويطلق على هذا الإجراء التسجيل على الرف Shelf Registration إذ يظل طلب التسجيل الرئيسى ـــ المحفوظ لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ـــ سارى المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين . ونظراً للجدل الذى يثار حول هذا النوع من التسجيل ، فسوف نعرض له بقدر من التفصيل .

التسجيل على الرف :

إلى جانب كونه يعفى المنشأة من دفع رسوم التسجيل فى كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد ، مما يعنى تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل (Bhagat et al, 1985) يسهم التسجيل على الرف فى تخفيض الوقت الذى يمضى منذ إتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع ، وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات (Van Horne, 1989a, P. 562; Brigham, 1989, PP. 459-460) . كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة فى تولى شئون الاصدار (Denis, 1991) ويضيف جتمان وزملائه

(Gitman et al, 1985, P. 855) ميزة أخرى وهى أنه إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة فإنه يمكنها الإنتظار ثم تحاول ثانياً وثالثاً ... إلى أن تنتهى من توزيع الكمية كلها ، أو حتى تنتهى المدة المحددة فى طلب التسجيل والتى تصل إلى عامين كما سبق أن ذكرنا .

وعلى الرغم من تلك المزايا فقد لوحظ صغر عدد المنشآت التى لجأت لهذا النظام من التسجيل ، كما لوحظ تخلى منشآت أخرى عن استخدامه ,Denis) 1991 (. أما السبب فهو اضطرارها إلى بيع الاصدار بسعر منخفض نجم عنه خسائر فاقت الوفورات فى التكاليف الثابتة المصاحبة له . ولكن لماذا ينخفض سعر السهم فى ظل هذا النوع من التسجيل ؟ فى البداية نود أن نشير إلى أنه فى ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لادارة المنشأة Information Asymmetry قد ينظر هؤلاء المستثمرين إلى قرار الاصدار الجديد ـــ بصرف النظر عن نظام التسجيل المتبع ـــ على أنه مؤشر لاعتقاد الادارة فى أن قيمة أصول المنشأة مغال فيها ، ومن ثم قد يستحيل على المنشأة تصريف الاصدار إلا إذا قدمت خصماً مناسباً على سعر الاصدار Myers &) . Majluf, 1984; Bradford, 1987; Denis, 1991)

ولتجنب تلك المشكلة يقتضى الأمر إيجاد وسيلة لاقناع المستثمرين المحتملين بأن السبب الرئيسى للاصدار لا يرجع بالمرة إلى الاعتقاد بأن قيمة الأصول مغال فيها ، بل يرجع لمعلومات متاحة للادارة عن فرص استثمار مربحة تحتاج إلى أموال اضافية . وبالطبع قد لا تفضل المنشأة الاعلان عن تلك الفرص صراحة ، حتى لا يستفيد منها المنافسين . بل وحتى إذا أعلنت عنها ، فمن المحتمل أن لا يؤخذ ذلك مأخذ الجد من قبل المتعاملين فى السوق Booth &) Smith, 1986 (، ومن ثم يصبح لزاماً على ادارة المنشأة أن تبحث عن طريق آخر لازالة التصور الخاطىء لدى المستثمرين المحتملين ، فى شأن سبب الاصدار الجديد .

يعتقد دنس (Denis, 1991) فى أن تولى بنك الاستثمار شئون الاصدار الجديد من شأنه أن يزيل هذا الاعتقاد ، ويضعف بالتالى من التأثير السلبى

لنقص المعلومات لدى المستثمرين Information Asymmetry على السعر الذى يباع به السهم . ولكن كيف ذلك ؟ من المتفق عليه أن سمعه بنك الاستثار تتأثر بالتسعير الخاطىء للسهم داخل الاصدار المقترح ، ومن ثم يتوقع أن يخصص البنك وقتاً كافياً لدراسة ظروف الاصدار ، بما يضمن الوصول إلى تسعير سليم له . وإذا لم يتحقق له ذلك سوف يفقد سمعته ، وتتضاءل فرص حصوله على عطاءات إصدار مستقبلاً . وفى ظل هذا السيناريو يتوقع أن يصاحب قيام بنك الاستثار بتولى شئون الاصدار زيادة فى ثقة المستثمرين فى سلامه التسعير ، يصحبها زيادة فى احتمال بيع الاصدار بالسعر المحدد له . ولكن هل يختلف فى ذلك الاصدار بنظام التسجيل على الرف عن الإصدار من خلال النظام التقليدى للتسجيل ؟

يشير دنس (P. 197) إلى أنه فى ظل التسجيل على الرف لا يكون هناك إلزاماً بتسميه بنك الاستثار الذى يضطلع بالمهمة إلا قبيل الاصدار بفترة قصيرة ، بل وقد لا يتم تسميته على الاطلاق . وسواء أعلن عن اسم البنك أو لم يعلن ، فإن اختيار بنك الاستثار فى هذه الحالة عادة ما يتم وفقاً لأسلوب العطاءات الذى سبقت الاشارة إليه ، والذى فى ظله يختفى الدافع لدراسة مبكرة لظروف الاصدار نظراً لعدم ضمان رسو العطاء على أى من البنوك المتقدمة . يضاف إلى ذلك أن العطاء يتم حسمه قبيل تاريخ الاصدار بفترة قصيرة ، مما لا يتيح فرصة كافية أمام البنك الذى وقع عليه الاختيار للقيام بالدراسة والبحث . وفى ظل هذه الظروف تتضاءل ثقة المستثمرين المحتملين فى تسعير السهم ، مما تضطر معه المنشأة إلى تقديم خصم على القيمة المعلنة لبيعه . حقاً تتكبد المنشأة تكاليف اصدار أقل نظراً لعدم قيام البنك بجهود كافية للبحث والدراسة ، إلا أن ضعف ثقة المستثمرين فى سلامة تحديد سعر الاصدار من شأنه أن يؤدى إلى بيعه بسعر أقل ، مما يعرض المنشأة لخسائر قد تفوق الوفورات فى تكاليف الاصدار وتكاليف التسجيل .

هذا ويختلف دنس (PP. 196, 211) مع بيتى وريتر (Beatty & Ritter, 1986) وكارتر ومانستر (Carter & Manaster, 1988) فى أن المنشآت الكبيرة قد لا تكون فى حاجة إلى مثل هذا التدعيم من بنك الاستثار ، على أساس أن

المعلومات المتاحة للمستثمرين قد تكون مماثلة للمعلومات المتاحة للادارة Symmetric Information . ففى اعتقاده أن عدم حاجة تلك المنشآت لتدعيم من بنك الاستثمار ، مشروط بتوافر قدر من التأكد بشأن القيمة الحقيقية للأسهم التى تصدرها . وتتفق وجهة نظر دنس فى هذا الشأن مع فرض المعلومات غير المؤكدة (Uncertain Information Hypothesis (UIH الذى قدمه براون وزملائه (Brown et al, 1988) . فوفقا لهذا الفرض يتوقع أن يصحب مخاطر عدم التأكد بشأن القيمة الحقيقية للسهم ، ارتفاع فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، حتى يمكن تعويض المستثمر عن تلك المخاطر (Ettredge & Fuller, 1991) . ووفقاً لما سيرد فى القسم الأول من الفصل السادس ، يترتب على ارتفاع معدل العائد المطلوب ، تأثير سلبى على القيمة التى يباع بها السهم فى السوق .

وأخيراً نختتم هذا القسم بالإشارة إلى أن السوق الأول ممثلاً فى بنوك الإستثمار ــ وعلى النحو المشار إليه ــ يقدم للأفراد مجالات عديدة لإستثمار مدخراتهم ، كما يقدم للمنشآت المعنية مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابى على الدخل القومى وعلى مستوى المعيشة فى الدولة المعنية بالتبعية (Poindexter & Jones, 1980, P. 302; French, 1989, PP. 16-17) .

السوق الثانى :

يقصد بالسوق الثانى Secondary Market السوق الذى تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها ، أى بعد توزيعها بواسطة بنوك الإستثمار . ويمكن التمييز فى هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة . فالسوق المنظم ــ على عكس السوق غير المنظم ــ يتميز بأن له مكان محدد يلتقى فيه المتعاملين بالبيع أو بالشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق ، كما أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق . وسوف نبدأ أولاً بتناول الأسواق المنظمة نتبعها بالأسواق غير المنظمة .

الأسواق المنظمة[١] :

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) Organized Securities Exchanges إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية . ويقصد بالسوق المركزى ذلك السوق الذى يتعامل فى الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، بصرف النظر عن الموقع الجغرافى للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة . ومن الأمثلة على تلك الأسواق بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange (NYSE) وهى أكبر سوق للأوراق المالية فى العالم ,Poindexter & Jones) 1980, P. 304; Geisst, 1989, P. 21) والتى يطلق عليه أحياناً بالمجلس الكبير Big Board حيث تتعامل فى حوالى ٨٠٪ من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة .

ومن الأمثلة الأخرى على تلك الأسواق البورصة الأمريكية للأسهم The American Stock Exchange (AMSE) التى تقع أيضاً فى مدينة نيويورك وتتعامل فى حوالى ١٠٪ من الأوراق المالية المسجلة ، Welshans and) Melicher, 1984, P. 235) ، وكان يطلق عليها من قبل بورصة الرصيف Curb Exchange على أساس أن التعامل كان يتم فى خارجها أى على رصيف الشارع الذى تقع فيه البورصة . ومنذ عام ١٩٢١ إنتقل التعامل إلى داخل البورصة ، ثم أخذت إسمها الجديد فى عام ١٩٣٥ ,Radcliffe, 1982, P. 60; French) 1989, PP. 43-44) . وتتميز البورصة الأمريكية عن بورصة نيويورك فى أنها تتعامل أساساً فى أسهم الشركات الصغيرة والأكثر حداثه فى مجال الأعمال (Fischer & Jordan, 1987, P. 29; Bernstein, 1987, P. 58) . هذا وإذا كانت بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية يشار إليهما ببورصات الأسهم ، فذلك لأن تعاملهما فى السندات محدود للغاية (Chandler, 1979, P. 203) . فكما يشير فرانكس وزملائه (Franks et al, 1985, P. 309) فإن ٩٥٪ من حجم التعامل فى السندات يتم فى السوق غير المنظمة التى سنعرض لها فى صفحات تالية .

---

(١) سوف يستخدم إصطلاح السوق المنظم وإصطلاح البورصة ليعنيان شيئاً واحداً .

أما بورصات المناطق أو البورصات المحلية Regional Exchanges فى الولايات المتحدة ، فتتعامل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة أى العشرة فى المائة الباقية . وهى عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين فى النطاق الجغرافى للمنشأة أو فى المناطق القريبة منه . هذا ولا يوجد ما يمنع من أن تتعامل تلك البورصات فى الأوراق المالية المعروفة والمتداولة فى البورصات المركزية (Stevenson & Jennings, 1976, P. 23; French, 1989, P. 44) .

وتؤدى البورصات المحلية خدمات مميزة للعديد من الأطراف . فإلى جانب الخدمة التى تؤديها إلى صغار المستثمرين فى المنطقة التى تقع فيها ، تتيح البورصة المحلية للسماسرة من غير القادرين على الحصول على مقعد فى إحدى البورصات المركزية ــ على النحو الذى سيشار إليه فيما بعد ــ فرصة التعامل فى الأوراق المالية المتداولة فى تلك البورصات . كذلك فإنه بسبب الانخفاض فى عمولة السمسرة فى البورصة المحلية فإن كبار المستثمرين ــ كالهيئات والمؤسسات التى تتعامل شراءً وبيعاً فى كميات كبيرة من الأوراق المالية ــ قد يفضلونها على البورصات المركزية (Radcliffe, 1982, P. 60) .

وتدار بورصة نيويورك للأسهم من مجلس محافظين Board of Governers ينتخبه أعضاء البورصة (Francis, 1986, P. 57) ، الذين سيشار إليهم فيما بعد . ويتكون المجلس من ممثلين عن الشركات المسجلة أسهمها فى السوق ، وبيوت السمسرة (Huang & Randall, 1987, P. 30) وممثلين عن الحكومة . ومن بين مهام المجلس البحث فى طلبات العضوية ، والبت فى الموازنة المقترحة للبورصة ، وتخصيص المنصات Posts التى تتعامل فى ورقة مالية معينة . هذا إلى جانب التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها ، وتوقيع العقوبات المناسبة على المخالفين .

هذا وتضاهى مساحة بورصة نيويورك مساحة ملعب كرة القدم ، حيث تنتشر فيها مناضد على شكل حرف U ، ولكل منضدة مجموعة من الشبابيك Trading Posts مخصصة للتعامل فى الأسهم التى يتميز سوقها بنشاط ملحوظ . أما الأسهم غير النشطة وكذلك السندات فيتم التعامل فيها فى ملحق داخل البورصة . وتوفر البورصة العديد من أكشاك التليفون لتيسير سبل الإتصال بين

مكاتب السمسرة بالخارج وبين الأعضاء المنتشرين فى أرض البورصة ، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على حجم التعامل فى الأوراق المسجلة . ولكن ما هى شروط تسجيل الأوراق المالية فى البورصة ؟

شروط تسجيل الأوراق المالية بالبورصة :

عادة ما تضع البورصات شروطاً لتسجيل الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت المختلفة ، وذلك لكى يسمح لها بالتداول فيها . وللتسجيل فى بورصة نيويورك خمسة شروط أساسية (Scott et al, 1988, P. 603; Brigham & Gapenski, 1987, P. 409) هى :

١ ــ أن لا يقل صافى الربح قبل الضريبة الذى حققته المنشأة فى العام المنصرم عن ٢,٥ مليون دولار ، وأن لا يقل عن ٢ مليون دولار فى السنتين السابقتين على ذلك العام .
٢ ــ أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن ١٨ مليون دولار .
٣ ــ أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن ١٨ مليون دولار .
٤ ــ أن يملك الجمهور حصة فى رأس المال لا تقل قيمتها عن ١,١ مليون دولار .
٥ ــ أن يوجد ٢٠٠٠ مساهم على الأقل يملك كل منهم ١٠٠ سهم أو أكثر .

وبالاضافة إلى تلك الشروط الأساسية ، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملة (Sharpe, 1985, P. 30) هى : (١) أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومى ، (٢) وأن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التى تنتمى إليها ، (٣) وأن تنتمى المنشأة لصناعة لها فرصة للتوسع والنمو ، أو لها فرصة فى المحافظة على مركزها فى السوق . هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن اقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ ، حينئذ يجوز لادارة البورصة الغاء التسجيل .

وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاماً عليها (Francis, 1986, P. 60) .

١ ــ الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة .

٢ ــ نشر تقرير ربع سنوى عن أرباحها .
٣ ــ نشر حساباتها الختامية سنوياً .
٤ ــ إمتناع العاملين بها عن التعامل فى تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف Short Selling الذى سنعرض له فى الفصل الرابع .

وتثير هذه الشروط المتشددة التساؤل عن سبب إقدام المنشآت على تسجيل أسهمها فى السوق المنظمة (البورصة) ، رغم وجود السوق غير المنظمة ــ التى سنعرض لها فيما بعد ــ والتى لا تضع مثل تلك الشروط . تحقق المنشأة التى لها أسهم مسجلة ومتداولة فى البورصة Publicly held Coporation العديد من المزايا . فالتسجيل يعد فى حد ذاته إعلاناً مجانياً عن المنشأة ، يتوقع أن يكون له أثره الإيجابى على المبيعات ، وتزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطاً (Brigham & Gapenski, 1987, P. 409; Francis, 1986, PP. 60-61) . وإذا ما أخذ فى الحسبان شروط التسجيل ، فإنه يمكن القول بأن التسجيل يعطى إنطباعاً إيجابياً عن المركز المالى للمنشأة ، مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة (Brigham, 1989, P. 450; Fischer & Jordan, 1987, P. 30) .

هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها . ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة ــ من خلال بعض وسائل الإعلام ــ عن المنشأة المصدرة لها ، وحجم التعامل على أسهمها ، وأسعار الإقفال والإفتتاح (Francis, 1986, P. 60; Fischer & Jordan, 1987, P. 30) كما أن التسجيل فى البورصة يزيد الثقة فى أن حركة سعر السهم هى حركة غير مفتعلة أى حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين (Brigham, 1989, P. 450) على النحو الذى سنعرض له فى الفصل الثالث عشر .

ويضيف شول وهلى (Schall & Haley, 1988, P. 479) مزايا أخرى من بينها أن التشريعات فى بعض الدول تنص على أن يكون تعامل المؤسسات المالية ــ وهى تتميز بضخامة حجم معاملاتها ــ فى الأسهم المسجلة فى البورصات فقط . وهذا يعنى أن التسجيل من شأنه أن يزيد حركة التعامل فى أسهم

المنشأة المعنية ، وربما يكون لذلك أثر إيجابى على أسعارها . كذلك فإن بيع وشراء الأسهم ـــ سواء كانت مسجلة فى بورصة أو غير مسجلة ـــ يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم فى جميع الأحوال ، هذا إلى جانب أن إجراءات الإصدار ـــ التى سبق الإشارة إليها عند تناول السوق الأول ـــ واحدة فى الحالتين ، بمعنى أن التسجيل لا ينطوى على أعباء إضافية فى هذا الشأن .

وأخيراً فقد أثبتت دراسات سابقة أن هامش الربح Spread الذى يحققه التاجر على السهم المسجل فى البورصة عادة ما يكون منخفضاً ، بالمقارنة مع الهامش الذى كان يحصل عليه التاجر قبل التسجيل . وحيث أن إنخفاض الهامش يعنى تقارب سعر شراء وسعر بيع الورقة لدى التاجر ، فإنه يمكن الإدعاء بأن تسجيل السهم يعنى أن التاجر يشتريه بأعلى سعر ممكن وهو ما يحمل فى طياته تعظيم القيمة السوقية للسهم (Amihud & Mendelson, 1988, P. 13) وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية .

ويشير فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, PP. 29-30) إلى أن إشتراطات التسجيل المتشددة ، وعدم الرغبة فى توزيع الأسهم على نطاق واسع ، إضافة إلى عدم الرغبة فى نشر المعلومات التى يقتضيها التسجيل تعد الدوافع الرئيسية لإحجام بعض المنشآت عن تسجيل أسهمها فى البورصة . وعلى العموم فإن الواقع يشير إلى أن المنشآت التى سجلت أسهمها لدى البورصات فى الولايات المتحدة أقل من ١٪ من مجموع المنشآت العاملة هناك . غير أن هذه النسبة الضئيلة تشتمل على كافة المنشآت ذات الحجم الكبير ، والتى تمثل قيمة أصولها ما يزيد عن ٦٥٪ من إجمالى أصول منشآت الأعمال هناك (Chandler, 1979, PP. 203-204) . وهكذا يبدو أن المنشآت التى تحجم عن تسجيل أسهمها غالباً ما تكون المنشآت صغيرة الحجم ، التى عادة ما يسعى ملاكها إلى إحكام القبضة عليها ، ومن ثم لا يرغبون فى التداول العام لأسهمها .

وهنا يطرح تساؤل آخر يرتبط إلى حد كبير بقرار المنشأة تسجيل أسهمها فى البورصة ، ويتعلق هذا التساؤل بقرار المنشأة طرح أسهمها للتداول العام

بدلاً من الإقتصار على طرحها للتداول الخاص Public Placement Private Placement أى بيع إصداراتها الجديدة للملاك الحاليين إضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين (ملاك جدد) الذين غالباً ما يكونوا معروفين للمؤسسين .

الطرح العام والطرح الخاص للأسهم :

يتوقف قرار المنشأة فى هذا الشأن على تقييمها لمزايا وعيوب كل بديل . فمن بين مزايا طرح الأسهم للتداول العام أن يتيح الفرصة للمؤسسين لتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم ، ذلك أن أى إصدار جديد قد يمكن بيعه لمستثمرين آخرين . أما فى حالة الطرح الخاص فقد يضطر المؤسسين — لسبب أو آخر — إلى شراء الإصدار كله أو معظمه مما قد يعنى تجميد ثرواتهم أو الجانب الأكبر منها فى الإستثمار فى منشأة واحدة .

ويشير بريجهام وجابنسكى (Brigham & Gapenski, 1988, PP. 407-408) إلى أن طرح أسهم الشركة للتداول العام يعنى أن لتلك الأسهم قيمة سوقية عادلة على أساسها يمكن تقدير القيمة السوقية للمنشأة ذاتها ، وهذا ما لا يتوافر للمنشآت التى ليس لأسهمها سوق يحدد القيمة العادلة لأسهمها(٢) . ويضيف سكوت وزملائه (Scott et al, 1988, P. 612) إحتمال إرتفاع تكلفة الأموال فى حالة الطرح الخاص مقارنة بالطرح العام . إذ يفضل المستثمرون الأسهم ذات الطرح العام نظراً لسهولة التصرف فيها عند الحاجة ، ولهذا أثره الإيجابى على السعر الذى سيباع به السهم وعلى حصيلة بيع الإصدار بالتبعية ، وهو ما يحمل فى طياته إنخفاض تكلفة الحصول على الأموال مقارنة بالأسهم ذات الطرح الخاص (Amihud & Mendelson, 1988, P. 11) .

يضاف إلى ذلك أنه بينما يسهل تصريف الإصدار عندما يكون مطروحاً للتداول العام فإنه يصعب تصريف الإصدار المطروح للتداول الخاص ، ويرجع هذا إلى ثلاثة أسباب رئيسية : أولها هو إحجام الملاك الحاليين عن شراء

---

(٢) كما سيتضح عند تناول الباب الرابع تعد البورصات الأداة الوحيدة التى يتحدد من خلالها السعر العادل للورقة المالية .

الإصدارات الجديدة إما لعدم توافر الأموال أو لتجنب تركيز ثرواتهم فى إستثمار واحد . وذلك فى الوقت الذى قد يصعب فيه بيع الإصدار لمستثمرين جدد طالما أنهم يدركون مسبقاً أن المؤسسين لن يسمحوا لهم بامتلاك عدد كافٍ من الأسهم يُمَكِنُهم من التأثير على مجريات الأمور فى المنشأة (Brigham & Gapenski, 1987, PP. 407-408) . أما السبب الثانى فهو أن الطرح الخاص ــ على عكس الطرح العام ــ لا ينطوى على إلزام المنشأة المعنية بنشر معلومات معينة عن نشاطها وأرباحها وغير ذلك من المعلومات التى تهم المستثمرين وتشجعهم على شراء إصداراتها ، ولا يتوقع فى نفس الوقت أن تقوم المنشأة بذلك إختيارياً (Amihud & Mendelson, 1988, P. 11) . ويضيف المؤلف سبباً ثالثاً وهو أنه فى الوقت الذى قد يسهل فيه على المستثمر التصرف فى السهم الذى يطرح للتداول العام ، فقد يتعذر عليه التصرف فى السهم الذى يطرح للتداول الخاص فى الوقت الذى يلائمه وبسعر عادل[٣] .

ومما يذكر أنه عندما تتحول منشأة من الطرح الخاص إلى الطرح العام Going Public لأسهمها لأول مرة New Issue Market ــ وهو ما يطلق عليه بالطرح العام الأول (Initial Public Offering (IPO تمييزاً له عن طرح الأسهم لمنشأة تتداول أسهمها بالفعل بين الجمهور Seasoned Offering ــ فإن أسهمها تحظى بجاذبية خاصة لدى المستثمرين نظراً لعدم وجود عمولة سمسرة . فالمستثمر يشترى السهم من بنك الإستثمار الذى يحصل على دخله من الفرق بين القيمة التى دفعها لشراء الإصدار وبين القيمة التى يبيعه بها (Fischer & Jordan, 1987, P. 28) . ويضيف فرنش (French, 1989, P. 34) وأبوستون (Ibboston, 1975) مصدراً آخر لجاذبية تلك الأسهم ذلك أن السعر الذى يباع به السهم ــ فى مثل هذه الحالة ــ عادة ما يكون أقل من قيمته الحقيقية ، وهو ما يتيح للمستثمر فرصة تحقيق أرباح رأسمالية بعد فترة من شرائه ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الثالث عشر .

هذا وإذا كان طرح الأسهم للتداول العام له مزاياه ، فإن قصر التداول على

---

(٣) الطرح العام يعنى ضمنياً أن السهم يتداول فى بورصة واحدة أو أكثر ، وكما سيتضح عند تناول الباب الرابع تتيح البورصة فرصة للتسعير العادل للأوراق المالية المتداولة فيها .

عدد محدود من المستثمرين (الطرح الخاص) له أيضاً مزاياه . ويأتى فى مقدمة هذه المزايا عدم وجود التزام بنشر المعلومات التى تتطلبها لجنة الأوراق المالية والبورصات ، مما يضفى السرية على أنشطة المنشأة إلى جانب توفير تكاليف نشر تلك المعلومات . كذلك يترتب على الطرح الخاص صغر عدد المساهمين مما ييسر على الإدارة ــ التى عادة ما تتكون من كبار الملاك ــ إتخاذ قرارات كان يصعب إتخاذها لو أن الأسهم تُطرح للتداول العام ، ومن بين تلك القرارات ما يتعلق بإبرام صفقات بين الملاك بصفتهم الشخصية وبين المنشأة كشخصية إعتبارية مستقلة ، وقرارات تحديد مرتبات أعضاء الإدارة وما إلى ذلك .

كذلك يشير ريتر (Ritter, 1987) وبارى وزملائه (Barry et al, 1991, P. 130) إلى أن تكلفة التحول من الطرح الخاص إلى الطرح العام عادة ما تكون مرتفعة . فبالإضافة إلى تكاليف التسجيل هناك ثلاثة عناصر أخرى هى : التعويضات التى يحصل عليها بنك الاستثمار مقابل خدمة الاصدار ، وقيمة الصكوك الاضافية التى قد يحصل عليها البنك وتعطيه الحق فى شراء أسهم المنشأة Warrants مستقبلاً . إضافة إلى احتمال بيع السهم بقيمة أقل من قيمته الحقيقية (Allen & Faulhaber, 1989; Benveniste & Spindt, 1989) . وكما سنشير فى الفصل الخامس عند تناول قوانين السماء الزرقاء Blue Sky Laws تمثل العناصر الثلاثة الأخيرة عبئاً كبيراً على المنشآت التى تتحول إلى الطرح العام .

يضاف إلى ذلك أنه لو كانت المنشأة صغيرة الحجم فقد لا يكون من صالحها طرح أسهمها للتداول العام وذلك لسببين : السبب الأول أنه لا يتوقع أن تحظى أسهم المنشآت الصغيرة باهتمام كاف من السماسرة مما يجعل أسهمها صعبة التسويق ، وبالتالى تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية (Brigham, 1989, PP. 448-449) . أما السبب الثانى فيكمن فى أن التكلفة المصاحبة للتداول العام هى فى الغالب تكاليف ثابتة لا ترتبط بحجم المنشأة ، فى الوقت الذى يوجد فيه إرتباط قوى بين حجم المنشأة وبين مزايا الطرح العام ، بشكل يجعل من المنطقى تفضيل المنشآت الصغيرة للطرح الخاص (Amihud &

(Mendelson, 1988, P. 9; Barry et al, 1991 . وأخيراً يشير سكوت وزملائه (Scott et al, 1988, P. 612) إلى أن التكاليف الإجمالية للإصدار Flotation Costs عادة ما تكون أقل فى حالة الطرح الخاص .

ويبدو أن الإتجاه يسير لصالح الطرح الخاص . ففى الولايات المتحدة شهدت الثمانينات تقلص فى عدد المنشآت التى تطرح أسهمها للتداول العام ، فى مقابل زيادة فى عدد المنشآت التى تطرح أسهمها للتداول الخاص . ويرجع هذا إلى قيام إدارة العديد من الشركات بالتخطيط لإمتلاكها Leverged buyout وتحويلها إلى شركة محدودة الملاك تطرح أسهمها فيما بعد للتداول الخاص . وهذا الإتجاه له جاذبيته (Taylor, 1988) بل وأخذ فى النمو بمعدلات لافته للنظر (Fruhan, 1988, P. 66) على أساس أنه يعد حلاً ملائماً لمشكلة الوكالة مما يتوقع معه تحقيق نوع من الرخاء الإقتصادى بسبب التحسين المحتمل فى كفاءة أداء المنشآت (Jensen, 1989) . هذا وسوف يعرض الفصل الخامس للمزيد عن هذا الاتجاه .

عضوية البورصة :

يشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة Seats . والعضوية غير مجانية إذ ينبغى دفع مبلغ كبير للحصول عليها . وفى بورصة نيويورك ظل عدد الأعضاء ثابتاً منذ عام ١٩٥٣ حيث بلغ ١٣٦٦ عضواً (Huang & Randull, 1987, P. 30) ووصلت قيمة المبلغ المطلوب للحصول على العضوية إلى ما يزيد عن نصف مليون دولار (Francis, 1986, P. 58) . وللعضو الحق فى التصويت لانتخاب مجلس المحافظين ، كما أن له أن يتنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الإشتراطات المطلوبة . وفى هذا الصدد يوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم : السماسرة الوكلاء ، وسماسرة الصالة ، وتجار الصالة ، والمتخصصون ، وتجار الطلبات الصغيرة (French, 1989, P. 46; Welshans & Melicher, 1984, P. 236) .

١ ــ السماسرة الوكلاء :

السمسار الوكيل Commission Broker هو شخص يحمل عضوية البورصة

ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة Brokerage House كما قد يعمل تاجراً Dealer لحسابه الخاص . ولبيوت السمسرة الكبيرة مصدرين للسيطرة على هؤلاء الأعضاء . فهناك السيطرة المباشرة والتى تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السمسار رسم العضوية ، ويظل القرض قائماً دون حاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار فى خدمة بيت السمسرة . وفى غياب السيطرة المباشرة مازال هناك سبيل آخر هو السيطرة غير المباشرة ، التى تتمتع بها بيوت السمسرة الكبيرة بسبب ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موضعاً للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء ، خاصة وهم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة الإلتجاء إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاته .

٢ ــ سماسرة الصالة :

يطلق على سمسار الصالة Floor Broker أحياناً سمسار السماسرة Broker's brokers وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها ، ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة . وفى فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق ، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم فى مقابل الحصول على جزء من العمولة . وهكذا فإن وجود سماسرة الصالة يسهم فى الحد من إمكانية حدوث إختناق فى المعاملات ، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء ، وذلك طالما يمكنها الإعتماد على سماسرة الصالة لإتمام معاملاتها .

٣ ــ تجار الصالة :

يطلق على تجار الصالة Floor Traders بالمضاربون Speculators . كما قد يطلق عليهم التجار المسجلون Register traders . وهم يشبهون سماسرة الصالة فى أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة ، غير أنهم يختلفون عنهم فى أنهم يعملون لحسابهم فقط . بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب سماسرة ، بل ينتهزون فرص سانحة للبيع أو الشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح .

٤ ـــ المتخصصون :

يقصد بالمتخصصون Specialists أعضاء السوق الذى يتخصص كل منهم فى التعامل فى ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل فى ورقة ما أكثر من متخصص واحد . فهو الذى يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة Limited Order Book للأوراق التى يتعامل فيها . وهو ما يعد بالطبع نوعا من الإحتكار (Telser, 1989, P. 103) . ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة . ويحدد مجلس المحافظين المكان المخصص Trading Post الذى سيعمل فيه كل متخصص . ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والإتجار ، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة ، كما أنه يشبه التاجر فى أنه يتجر لحسابه بيعاً وشراءً بهدف تحقيق الربح .

ويعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة . ففى حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة ، يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أى هامش الربح Spread لجذب مشترين جدد ، كما يبدى فى ذات الوقت استعداده لشراء ما يعرض منها ليضيفه إلى المخزون ، وذلك فى محاولة أخرى لتحقيق التوازن . ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد ، أو يرفعون الأسعار (بزيادة حجم المدى أو الهامش Spread) . وهو فى ذلك ملتزم بأن تكون التغييرات السعرية طفيفة بما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق ، وليس هدف تحقيق أرباحاً طائلة . وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أى ورقة مالية يتحدد فى السوق على أيدى المتخصصون (Geisst, 1989, P. 22; Reilly, 1985, P. 82; Francis, 1986, P. 59) على النحو الذى سنشير إليه تفصيلاً فى القسمين الرابع والخامس من هذا الفصل . ونظراً لخطورة الدور الذى يلعبونه فى هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد (Francis, 1986, P. 59) .

٥ ـــ تجار الطلبيات الصغيرة :

يقصد بتجار الطلبيات الصغيرة ODD-Lot Dealers أولئك التجار الذين

يقومون بشراء الأوراق المالية فى طلبيات بكميات كبيرة Round Lots (١٠٠ سهم أو مضاعفاتها) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة ODD Lot (أقل من ١٠٠ سهم) . ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة (الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء) أكبر نسبياً بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر فى الطلبية الواحدة . غير أن دخول بيوت السمسرة والمتخصصون فى سوق الطلبيات الصغيرة قد أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض مقدار العمولة التى يتقاضونها .

الأسواق غير المنظمة :

يطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة Unorganized Markets على المعاملات التى تجرى خارج البورصات ، والتى يطلق عليها المعاملات على المنضدة Over The-Counter (OTC) التى تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة فى جميع أنحاء الدولة . ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات ، إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية تتمثل فى خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلى ، أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة ، التى تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . ومن خلال شبكة الإتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجرى إتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر . ولعل هذا ما دعى فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 33) إلى إعتبار الأسواق غير المنظمة طرقاً لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء تلك المعاملات .

وحتى شهر مايو من عام ١٩٧٥ كان ينظر إلى السوق غير المنظمة فى الولايات المتحدة على أنها السوق التنافسية ، على أساس أن عمولة السمسرة تتحدد فى تلك السوق ــ على عكس السوق المنظمة ــ بالتفاوض بين العميل والسمسار . وفى التاريخ المذكور فقدت الأسواق غير المنظمة الإنفراد بتلك الميزة ، إذ أصبحت عمولة السمسرة فى الأسواق المنظمة تتحدد أيضاً بالتفاوض (Hegode & Miller, 1989) على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل السادس عشر .

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً فى الأوراق المالية غير المسجلة فى الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات . ذلك أن تعاملها فى

الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق ، كما أنه يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد عائلاتهم . غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل فى الأوراق المسجلة فى الأسواق المنظمة ، وفى مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال (Francis, 1986, P. 61; French, 1989, P. 50) .

ووفقاً لتعريف السوق غير المنظمة يعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق Market Maker للأوراق المالية التى يرغب فى التعامل فيها[٤] . حيث يقوم بالإحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين فى شرائها وجود مركز دائم لبيعها ، كما يتيح أيضاً للراغبين فى بيعها وجود مركز دائم للشراء . وهكذا يلعب هؤلاء التجار دوراً مشابهاً للمتخصصين Specialists فى الأسواق المنظمة). هذا وإذا كان بعضهم يلعب دور تاجر الجملة الذى يبيع أو يشترى من تجار آخرين ، فهناك فريق منهم يقصر نشاطه على تجارة التجزئة حيث يتعامل مباشرة مع الجمهور ، وفريق آخر يمتد بنشاطه ليشتمل على كل من تجارة الجملة وتجارة التجزئة . وبصرف النظر عن نوعية النشاط وما إذا كان تجارة جملة أو تجارة تجزئة ، فإن الورقة المالية الواحدة عادة ما يتعامل فيها أكثر من تاجر واحد ، بل وقد يتراوح عدد التجار الذين يتعاملون فى ورقة مالية معينة ما بين ١٥ إلى ٢٠ تاجر (French, 1989, P. 49; Radcliffe, 1982, P. 62) .

وفى السوق غير المنظمة يتحدد سعر الورقة بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التى يعرضها مختلف التجار (هم فى حقيقة الأمر بيوت للسمسرة تمارس أيضاً نشاط الاتجار) . وفى الدول المتقدمة عادة ما توجد شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلى ، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل فيها . ويمكن للسمسار أن يضغط على زر خاص — حسب طلبه — ليعرف السعر الجارى للورقة التى يرغب فى معرفة قيمتها السوقية لدى التجار (بيوت سمسرة أخرى) المتعاملين فيها ، وعلى أساسه يبدأ التفاوض على الصفقة مع التاجر الذى يقدم أفضل الأسعار (Francis, 1986, P. 63) .

(٤) عادة ما يكون هؤلاء التجار ببيوت للسمسرة يمتد نشاطها إلى شراء وبيع الأوراق المالية ، وذلك إلى جانب أنشطة أخرى مثل القيام بمهام بنكير الاستثمار وكذا السمسرة .

وفى الولايات المتحدة يشترط أن يكون بيت السمسرة ــ الذى يرغب فى التعامل فى السوق غير المنظمة ــ عضواً فى الإتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية National Association of Security Dealers (NASD) الذى يضع شروط العضوية ، ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها فى المعاملات . ولكى تُنشر أسعار ورقة مالية ما متعامل فيها فى السوق غير المنظمة ، لابد أن يتوافر عدد من الإشتراطات من أهمها (Francis, 1986, P. 63) :

١ ــ أن تكون أسهم المنشأة مملوكة لعدد لا يقل عن ١٥٠٠ مستثمر .
٢ ــ أن لا يقل عدد بيوت السمسرة (التجار) المتعاملة فى الورقة عن ثلاثة بيوت .
٣ ــ أن تتوافر معلومات مستمرة عن إهتمامات المستثمرين بتلك الورقة ، وهو ما يقاس بحجم التعامل فيها كل ستة أشهر .

وينشر سعر بيع وشراء الورقة Quotations المتداولة فى السوق غير المنظمة فى مجموعات حسب حجم التعامل فيها . ومما يذكر أن هناك شبكة حاسوب (حاسب آلى) تُظْهِر لحظة بلحظة أسعار بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة فى السوق غير المنظمة Automated Quotations (AQ) ، تعمل تحت إدارة الإتحاد الوطنى لتجارة الأوراق المالية ، لذا يطلق على هذه الشبكة نازداك (NASDAQ) .

وفى هذا الصدد يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الإرتفاع الحاد فى الأسعار ، الذى قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب . مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه فى الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشترين على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . وكذا إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل فى الورقة المعنية Trading halt على أمل دخول مشترين إضافيين أو بائعين إضافيين ــ حسب الأحوال ــ عندما يتقرر إعادة التعامل فيها ، مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب (Telser, 1989, P. 104; Bernstein, 1987, P. 56) وهو ما سوف يشار إليه فى الفصل الخامس عشر .

وفى الولايات المتحدة يتضمن السوق غير المنظم ــ الذى هو أحد مكونات السوق الثانى ــ أسواق أخرى فرعية هى السوق الثالث ، والسوق الرابع ، إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة أخرى من صناع السوق .

السوق الثالث :

يمثل السوق الثالث The Third Market قطاع من السوق غير المنظم ، الذى يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة (Fischer & Jordan, 1987, P. 55) وان كان لهم الحق فى التعامل فى الأوراق المالية المسجلة فى تلك الأسواق[٥] . وهذه البيوت فى الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأى كمية مهما كبرت أو صغرت . وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة . أما جمهور العملاء فى هذا السوق فهو المؤسسات الإستثمارية الكبيرة (Fischer & Jordan, 1987, P. 55) مثل صناديق المعاشات Pension Funds وحسابات الأموال المؤتمن عليها التى تديرها البنوك التجارية Bank Trust Accounts . إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التى ليس لها ممثلين فى السوق المنظمة ، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها فى الأوراق التى تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التى تعمل فى السوق الثالث .

وفى الولايات المتحدة كان الدافع وراء خلق ونمو ذلك السوق هو عدم تمتع مؤسسات الإستثمار الكبيرة بخصم فى العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة . وعليه فقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها فى السوق الثالث الذى يتيح لها فرصة التفاوض فى مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغرى . يضاف إلى ذلك سبب آخر هو شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين فى السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة ، إضافة إلى عدم كفاية ما لديهم من رأس مال (Stevenson & Jennings, 1976, P. 23) . وعندما حاولت المؤسسات المذكورة التغلب على تلك المشاكل بالحصول على العضوية المباشرة فى الأسواق المنظمة ، كُلِلَتْ المحاولة بالنجاح فى الأسواق

---

(٥) أعضاء الأسواق المنظمة ليس لهم الحق فى تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مسجلة بها .

المحلية ، بينما رفضت بورصة نيويورك طلب العضوية كما رفضت كذلك إمكانية حصولها على العضوية من خلال إدماج أحد بيوت السمسرة ذات العضوية فى أى من تلك المؤسسات (Fischer, & Jordan, 1987, P. 55) .

أما قدرة بيوت السمسرة ــ المتعاملة فى السوق الثالث ــ على منح خصم فى العمولة فترجع إلى ثلاثة أسباب : أولها أن السماسرة فى ذلك السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة (Sharpe, 1986, P. 34) . ثانيها أنه طالما أن تلك البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت صغيرة للسمسرة فإن الخدمات التى تقدمها لهم عادة ما تكون محدودة . فهؤلاء العملاء لديهم خزائن لحفظ الأوراق المالية التى يشترونها ، كما أنهم ليسوا فى حاجة إلى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق أن اشتروه من أوراق . وأخيراً فإن بيوت السمسرة المتعاملة فى السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال فى الأسواق المنظمة ، وهو ما يعنى إنخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التى تؤديها (Francis, 1986, P. 73) .

وجدير بالإشارة أنه على الرغم من إختفاء دوافع وجود تلك السوق ــ تلك الدوافع التى تمثلت أساساً فى الحد من العمولة المدفوعة ــ فإنها ظلت نشطة حتى اليوم . ففى بورصة نيويورك مثلاً كانت عمولة السمسرة محددة ولم يكن هناك تفاوض فى شأنها ، فالصفقة التى قيمتها ١٠٠٠٠٠ دولار مثلاً كانت تبلغ عمولتها عشرة أمثال الصفقة التى قيمتها ١٠٠٠٠ دولار ، وهذا فى حد ذاته كان مبرراً معقولاً لوجود السوق الثالث . غير أنه فى مارس من عام ١٩٧٢ أدخلت لجنة الأوراق المالية والبورصات بعض التعديلات التى بمقتضاها أصبح هناك عمولة ثابتة عن الـ ٣٠٠ ألف دولار الأولى من الصفقة ، أما ما زاد عن ذلك فيكون محل للتفاوض . وفى أول مايو من عام ١٩٧٥ تقرر إلغاء الجزء الثابت من العمولة ، وأصبحت العمولة كلها محلاً للتفاوض . يضاف إلى ذلك سبب آخر كان من شأنه أن يؤثر على وجود السوق الثالث ، ذلك أنه إعتباراً من عام ١٩٧٩ سمحت اللجنة المذكورة لممثلى بيوت السمسرة الأعضاء فى السوق المنظمة ، فى أن يتعاملوا فى داخل وفى خارج السوق على أسهم غير متداولة فيها ، وهو ما يعنى مزيد من المنافسة مع السوق الثالث (Fischer & Jordan, 1987, PP. 55, 66) .

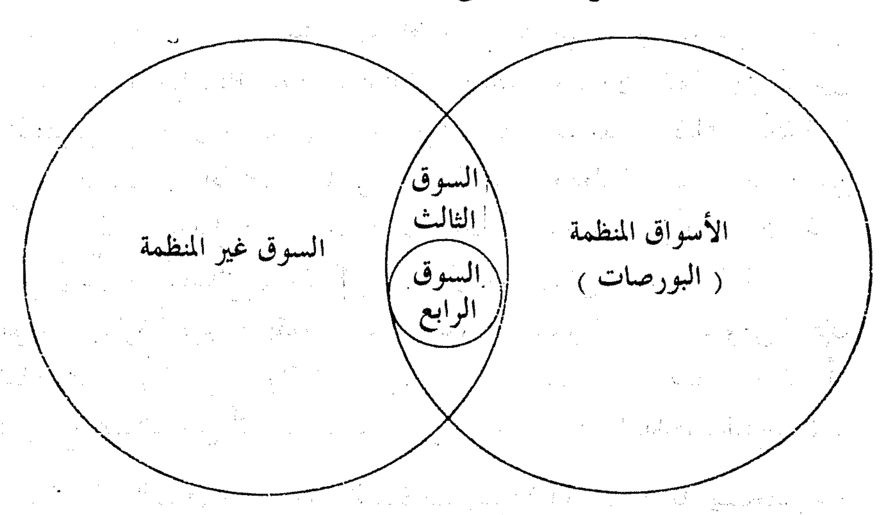
السوق الرابع :

يقصد بالسوق الرابع The Fourth Market المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم فى شراء وبيع الأوراق المالية فى طلبيات كبيرة ، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التى يدفعونها للسماسرة (Fischer & Jordan, 1978, PP. 55-56) . ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة ، يساعده فى ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب . هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها ، ومن ثم لا توجد أى مخاطر يمكن أن يتعرض لها ، كما لا يُسْأَلْ عن نصائح بشأن الأوراق المالية التى ينبغى أن يوجه إليها المستثمر أمواله . بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر ، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيراً عن عمولة السمسرة ، كما قد يحصل عليها صفقة بصفقته أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته (Francis, 1986, P. 74) .

وفى ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر ، كما قد يتمخض عن الإتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين ، وبتكلفة أقل نظراً لإنخفاض أتعاب إنهاء الصفقات . وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى ، خاصة وأنه يمكنه التعامل فى كافة الأوراق المالية المتداولة فى تلك الأسواق . ومن المعتقد أن نمو هذا السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار فى الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب ، مما يؤدى فى النهاية إلى رفع كفاءة Efficient أسواق المال .

ويصور شكل ٣ ــ ١ العلاقة التى تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وبين كل من السوق الثالث والسوق الرابع (Francis, 1986, P. 72) والتى تمثل فى مجموعها مكونات السوق الثانى . ويشير التداخل الذى يكشف عنه شكل ٣ ــ ١ عن أن السوقين الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانى ، ويمكنهما التعامل فى أوراق مالية متداولة فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة . وذلك مع مراعاة أنه بينما يعتبر السوقين الثالث والرابع أسواقاً غير منظمة (Francis, 1986, P. 72) ، فإن المتعاملين فيها ليسوا أعضاء فى الاتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية .

شكل ٣ ــ ١
مكونات السوق الثانى
والعلاقة التى تربط بينها



أسواق أخرى :

إلى جانب الأسواق الثلاث التى سبقت الإشارة إليها ، هناك أسواق أخرى يخلقها ــ بطريق مباشر أو غير مباشر ــ السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم فى العمولة التى يتقاضونها ,Francis, 1986) (P. 75 . ويمارس النشاط فى هذه الأسواق سماسرة الخصم ، وتجار الطلبيات الكبيرة .

(١) سمسار الخصم :

يقصد بسمسار الخصم Discount Broker السمسار الذى يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه ، والتى عادة ما تتمثل فى الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء Clearical Paperwork . ويتناسب مقدار العمولة التى يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التى يقدمها . ويعد هذا النوع من السماسرة ملائماً لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعده فى الإختيار أو فى توقيت القرار ,Fischer & Jordan)

(1987, P. 66 . ولإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التى يقدمها هؤلاء السماسرة ، قد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التى يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة Full-Service Brokerage والتى تحصل فى مقابلها على عمولة كاملة . وتتمثل تلك الخدمات فى : حفظ وحماية محفظة العميل ، وتوفير المعلومات ، وتقديم خدمة الإتجار ، وتقديم التسهيلات الإئتمانية ، وتقدم النصح والمشورة إلى جانب خدمات أخرى إضافية French, 1989,) : PP. 35-41)

أ ــ **الحفظ والحماية** : توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ الأوراق المالية المملوكة للمستثمر (العميل) ، ومن ثم لا يكون فى حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة ، كما لن يكون فى حاجة إلى نقل تلك الأوراق من وإلى بيت السمسرة الذى يتعامل معه فى كل مرة يرغب فيها إتمام صفقة شراء أو بيع . وغنى عن البيان أن الإحتفاظ بالأوراق المالية لدى بيت السمسرة يلقى عليه عبء إضافى يتمثل فى تحصيل العوائد (توزيعات فى حالة الأسهم ، وفوائد فى حالة السندات) التى تتولد عنها وذلك فى تواريخ إستحقاقها .

ب ــ **توفير المعلومات** : توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التى تتعامل فيها ، وذلك وفقاً لتقارير خبراء متخصصين .

حـ ــ **خدمة الإتجار** : من بين الخدمات الأخرى التى تقدمها بيوت السمسرة هى العمل كسوق متنوعة للإتجار ، إذ يمكن للعميل أن يعتمد عليها ليس فقط فى بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة ، بل وأيضاً فى المضاربة فى سوق السلع Commodities .

د ــ **التسهيلات الإئتمانية** : كذلك تقدم بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة تسهيلات إئتمانية ، وذلك على النحو الذى سوف يشار إليه فى الفصل الرابع عند تناول التمويل النقدى الجزئى ، والبيع على المكشوف .

هـ ــ **النصح والمشورة** : تقدم بيوت السمسرة كذلك النصح والمشورة لعملائها بشأن قرارات الإستثمارات وما قد ينطوى عليه ذلك من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية . وقد يصل الأمر إلى قيام بيت

السمسرة بإدارة محفظة العميل ، واتخاذ قرارات نيابة عنه . يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوى الخبرة المحدودة فى شئون الإستثمار .

و ــ **الخدمات الإضافية** : من أمثلة الخدمات الإضافية السلع التى قد تعرضها بيوت السمسرة على عملائها بأسعار رمزية ، والهدايا التى يمكن أن تقدمها لهم . هذا إلى جانب تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لبيت السمسرة . وبالنسبة للهدايا تقضى التشريعات فى بعض الدول أن لا تزيد قيمتها عن مبلغ معين . غير أنه أمكن لبيوت السمسرة التحايل على ذلك خاصة بالنسبة لكبار العملاء ، وذلك بتقديم هدايا من نوع آخر مثل إقراضهم السيارات لشهور ، وتقديم مشروبات مرتفعة الثمن ومأكولات خفيفة Wine and Dine وغير ذلك من الخدمات المحببة Colorful Services التى يمكن أن تقدم للعملاء عند زيارتهم لمكاتبها .

وحتى يمكن لبيوت السمسرة الكبيرة المنافسة مع سماسرة الخصم ، فقد قدمت نوعاً خاصاً من الخدمة تتقاضى بمقتضاه عمولة فى مقابل الأعمال الكتابية لإجراءات التعامل ــ مماثلة لما يقدمه سمسار الخصم ــ ثم تتقاضى عمولة منفصلة مقابل كل خدمة إضافية يطلبها العميل Unbundling System ، وذلك بدلاً من بيع الخدمة كحزمة واحدة .

(٢) تجار الطلبيات الكبيرة :

يقصد بالطلبيات الكبيرة Block Trade بيع الأوراق المالية (الأسهم على وجه التحديد) فى طلبيات لا يقل حجم الطلبية فيها عن ١٠٠٠٠ سهم ، ولا يمنع أن يشترك فى شرائها أكثر من مستثمر . وعادة ما تبرم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين Block Positioners يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة ، التى يتوافر لها رأس المال الكافى للإستثمار فى تلك الصفقات الضخمة ، والتى تملك شبكة إتصالات قوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون فى تلك الصفقات . وعادة ما يكون لبيوت السماسرة هذه عضوية فى إحدى الأسواق المنظمة .

ويمارس السماسرة المتخصصون فى هذا النوع من التجارة نشاطهم من الدور العلوى فى بورصة نيويورك (Telser, 1989, P. 105) ، كما يمكن أن يمارسونه خارج البورصة وذلك بالجمع بين الراغبين فى البيع والراغبين فى الشراء وهو ما يطلق عليه بالتوزيع الثانوى (Geisst, Secondary Distribution 1989, P. 23) . أما نسبة العمولة فعادة ما تكون صغيرة نظراً للوفورات فى التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة (Meltzer, 1989, PP. 2, 20) . كما يمكن أن تكون أيضاً محلاً للتفاوض (Francis, 1986, P. 76-77) . ولقد لعب هذا النوع من التجار دوراً هاماً فى تقليل أهمية المتخصصين ، ويكفى أن يذكر أن حوالى ٥٠٪ من قيمة الصفقات التى تبرم تتم عن طريق هؤلاء التجار (Telser, 1989, P. 105) . هذا ولنا عودة للدور الذى يلعبونه فى أسواق رأس المال ، وذلك فى الفصل الخامس عشر .

ومادمنا قد تناولنا الأنواع المختلفة من السماسرة والتجار الذين يتعاملون فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة ، فقد يكون من الملائم التعرض لمؤسسات البحث والدراسة التى تعد بمثابة أجهزة معاونة للسماسرة والتجار ، الذين لا يتوفر لهم وحدة خاصة للبحث والدراسة .

منشآت البحث المستقلة :

لا تمارس منشآت البحث المستقلة Third-Party Research Firms نشاط السمسرة والتجارة ، غير أنها تلعب دوراً فعالاً فى تنشيط حركتها ، بشكل يسهم فى زيادة كفاءة وفاعلية أداء السوق . وفى الولايات المتحدة قد يطلب العميل من احدى منشآت البحث إجراء دراسة خاصة ــ قد لا تكون متاحة لدى بيت السمسرة الذى يتعامل معه ــ وذلك بهدف إتخاذ قرار استثمارى ما . أما أتعاب الخدمة فيدفعها بيت السمسرة من العمولة التى سيحصل عليها من العميل . ويطلق على نصيب السمسار من العمولة بالدولارات السهلة Soft Dollars . أما الجزء من تلك العمولة ، الذى يدفعه بيت السمسرة لمنشأة البحث فى مقابل الخدمة التى قدمها للعميل ، فيطلق عليها بالدولارات الصعبة Hard Dollars أو الدولارات النقدية .

وعندما يتعامل العميل مباشرة مع منشأة البحث فإن ما يدفعه ــ شأنه فى

ذلك شأن ما يدفع لبيت السمسرة عن الخدمة الكاملة ـــ يطلق عليه الدولارات السهلة ، ذلك أنها تمثل بالنسبة للعميل ـــ الذى عادة ما يكون مؤسسة كبيرة للإستثمار ـــ جزءاً صغيراً من مخصصات العمولات التى تقتضيها طبيعة النشاط الذى يمارسه (Francis, 1986, P. 78) . ولنا عودة للدولارات الصعبة والدولارات السهلة وذلك فى القسم الثالث من الفصل السادس عشر .

كيفية تحديد أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال :

تتحدد أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال بواسطة صناع السوق Market Makers . ويقصد بصناع السوق أولئك الذين يتعاملون فى السهم بيعاً وشراء ، ويحتفظون لديهم بمخزون منه لتلبية طلبات العملاء . وفى الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر المتخصصون Specialists هم صناع السوق داخل البورصات أى فى السوق المنظمة . أما فى السوق غير المنظمة فإن التجار Traders هم صناع السوق . ويبدى صانع السوق استعداده الدائم لبيع الأسهم التى يرغب المستثمرون فى شرائها ، كما يبدى استعداده بنفس الحماس لشراء الأسهم التى يرغب المستثمرون فى بيعها .

باختصار يمارس صناع السوق أى المتخصصون والتجار دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون فى الشراء ، وأولئك الذين يرغبون فى البيع . ولكن نظراً لأن الراغبون فى شراء والراغبون فى بيع سهم ما عادة ما يتخذون قراراتهم فى توقيت مختلف ، فإن مخزوناً كافياً من ذلك السهم لابد أن يكون متاحاً لدى صناع السوق لتلبية طلبات العملاء . وهذه الخدمة بالطبع ليست مجانية . ذلك أن الاحتفاظ بالمخزون له تكلفة (Demsetz, 1986; Choi et al, 1988) تشتمل على تكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة ، وعائد اضافى للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار . إضافة إلى عائد للتعويض عن مخاطر نقص المعلومات Information Asymmetric لدى صناع السوق ، ومخاطر تغير سعر الفائدة (Hegod & Miller, 1989, P. 175; Mann & Saijas, 1991) على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الرابع . بعبارة أخرى يتوقع أن يكون سعر بيع السهم مساوياً للقيمة التى يدفعها المتخصصون والتجار لشرائه ، مضافاً إليها التكاليف

والعوائد المطلوبة للتعويض عن المخاطر التى يتعرضون لها نتيجة لاحتفاظهم بمخزون منه . ويطلق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بالهامش أو بالمدى Spread .

وإذا كان الهامش أو المدى هو الذى يحدد سعر السهم ، فهل لصانع السوق حرية كاملة فى تقديره ؟ كما سنشير فى القسم الخامس من هذا الفصل تراقب إدارة البورصة تصرفات المتخصصين فى شأن تحديد المدى . وحتى فى غياب هذه الرقابة قد لا يستطيع المتخصص أو التاجر المبالغة فى قيمته . ففى ظل المنافسة الشديدة بين صناع السوق تنشأ علاقة تعويضية Trade-off بين العائد والمخاطر (Mann & Seijas, 1991) . فصانع السوق يمكنه أن يضيق الهامش Tight Market or Narrow Bid-Ask Spread ويحصل بالتالى على قدر كبير من الصفقات Market Depth ، غير أنه يصبح عرضه للتعرض للخسائر ، وذلك إذا ما ترتب على مخاطر نقص المعلومات شراء كميات كبيرة من الأسهم بسعر ما ، ثم انخفضت الأسعار نتيجة لورود معلومات غير مشجعة عن مستقبل المنشأة المصدرة للورقة Adverse Information . أما إذا عمد صانع السوق إلى توسيع المدى Wide Market or Bid-Ask Spread فسوف يحصل على صفقات أقل ، لكن سيقلل احتمال تعرضه للخسائر ، إذ سيكون المدى كافياً للتعويض عن مخاطر نقص المعلومات .

وفى ظل هذه العلاقة التعويضية يتوقع أن يتوصل كل صانع سوق إلى تحديد مدى أو هامش معين Right Market or Right Bid-Ask Spread لكل سهم يتعامل فيه ، وذلك بما يضمن قدرته على المنافسة فى جذب قدر ملائم من الصفقات ، ويتيح فرصة جيدة لتحقيق الربح ، فى ظل حجم معقول من المخاطر يسمح له بالاستغراق فى النوم عندما يضع جسده على الفراش . وهكذا فإن حجم المدى لورقة مالية ما يحكمه الرغبة فى تحقيق الربح والخوف من التعرض للخسارة . ونظراً لأن قوة كل من الرغبة والخوف تتباين من صانع سوق إلى آخر ، فيصبح من غير المتوقع أن يتفق صناع السوق على هامش واحد لسهم معين .

ويشير مان وسيجاز (Mann & Seijas, 1991, P. 56) إلى أن تأمل محددات

المدى Spread يكشف عن أنها تتمثل أساساً فى مخاطر تقلب سعر السهم . بمعنى أن السهم الذى يتعرض سعره لتقلبات كبيرة يكون المدى الخاص به كبيراً ، والعكس صحيح . وفى هذا الصدد توجد ثلاثة متغيرات تؤثر على درجة تقلب سعر السهم هى : القيمة السوقية للسهم ، وعدد الأسهم المطروحة للتداول العام ، ومدى حساسية سعر السهم للتقلب نتيجة للتغير فى الظروف التى تتعرض لها السوق . وبصفة عامة يزداد درجة تقلب سعر السهم ويزداد معها المدى المطلوب كلما إرتفعت قيمته السوقية ، وكلما انخفض عدد الأسهم المتاحة للتداول العام ، وإذا ما صاحب التغير فى الظروف التى يتعرض لها السوق تقلبا فى سعر السهم بمعدل يفوق متوسط التقلب فى أسعار السوق بصفة عامة .

ممارسات صناع السوق فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة :

سبق أن أشرنا إلى أن صناع السوق Market Makers هم المتخصصون الذين يعملون فى داخل الأسواق المنظمة ، والتجار الذين يعملون فى الأسواق غير المنظمة . وهؤلاء يقع على عاتقهم تلبية طلبات العملاء الراغبين فى شراء أو بيع الورقة المالية التى سيتعاملون فيها . وتختلف ممارسات التجار عن ممارسات المتخصصين من عدة نواحى (Mann & Seijas, 1991) . فكافة الصفقات التى يبرمها التجار تكون لحسابهم الخاص ، ومن ثم فهم الذين يحددون بأنفسهم هامش أو مدى الربح Spread الذى يرغبون فى تحقيقه . أما السمة الثانية فإنهم يقفون حائلاً بين المستثمرين الراغبين فى الشراء وأولئك الراغبين فى البيع ، بحيث لا يكون أمام هؤلاء المستثمرين وسيلة سوى التعامل مع التاجر نفسه . بعبارة أخرى ليس هناك وسيلة مباشرة أو غير مباشرة تلتقى فيها أوامر الشراء وأوامر البيع . فالتاجر هو المشترى الوحيد من أولئك الذين يرغبون فى البيع ، وهو البائع الوحيد لأولئك الذين يرغبون فى الشراء One Side of 100% of All Trades . ليس هذا فقط بل وقد يحصل على هامش Spread ربح مرتين ، مرة من بائع السهم ومرة أخرى من مشتريه .

وعلى العكس من ذلك يقع على المتخصص مسئولية المساعدة فى لقاء البائع مع المشترى . فهو يتلقى أوامر البيع وأوامر الشراء التى أصدرها المستثمرين

ويحاول مقابلتها ، وذلك وفقاً لسعر الشراء وسعر البيع Bid-Ask Price المحدد فى الأمر ، على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الرابع . وفى حالة غياب التوازن بين الكميات المطلوبة والكميات المعروضة ، يضطر المتخصص إلى تلبية طلبات العملاء من مخزونه الخاص أى يبرم الصفقات لحسابه الخاص ، وهذا لا يمثل فى المتوسط سوى ٢٢٪ تقريباً من حجم الصفقات التى يبرمها ، وذلك وفقاً لاحصاءات بورصة نيويورك خلال الفترة ١٩٨٠ — ١٩٨٩ (Mann & Seijas, 1991, P. 58) . باختصار لا يحدد المتخصصين هامش أو مدى الربح Spread إلا للقدر المحدود من الصفقات التى يبرمونها لحسابهم الخاص (٢٢٪) ، أما باقى الصفقات (٧٨٪) فيتحدد فيها المدى من قبل أطراف التعامل (البائعين والمشترين) .

يضاف إلى ذلك أن تعامل المتخصصين مع الهامش أو المدى المحدد ، عادة ما يتسم بقدر من المرونة لا يتوافر لدى التجار . فلو أن السعر المحدد للشراء والبيع Quote هو ٢٥ ٧/٨ سعر شراء ٢٦ ١/٨ سعر بيع . فإن المدى يصبح ١/٤ . غير أن المتخصص يمكن أن يعمل فى داخل السعر المعلن Quoted Price وهو ما يترك أثره على المدى أو الهامش . فلو أن هناك أمر للبيع بسعر ٢٦ (البائع هو المتخصص والمشترى هو المستثمر) لسهم يباع ويشترى بالأسعار التى سبقت الإشارة إليها ، فقد يقبله المتخصص مثل هذه المرونة لا يتيحها التاجر فى السوق غير المنظمة . ففى الحالات المشابهة يظل الأمر دون تنفيذ وحتى لو بقى إلى الأبد ، وحتى لو أن عدد الطلبات عند السعر ٢٦ ١/٨ محدود للغاية . ليس هذا فقط بل لو أن الهامش أكبر من ذلك ١/٢ مثلاً (٢٥ ٣/٤ شراء ٢٦ ١/٤ بيع) فلن يتغير موقف التاجر (Mann & Seijas, 1991, P. 56) .

تبقى نقطة أخيرة تتعلق بالادعاء بأنه بينما يعمل التجار فى السوق المنظمة فى جو يسوده المنافسة القوية ، فإن المتخصصين فى الأسواق المنظمة يعملون فى جو يسوده الاحتكار . يعتقد مان وسيجاز (P. 57) فى وجود أسباب تؤكد على أن سمة الاحتكار لم تعد على النحو الذى كانت عليه من قبل .

فالمتخصصون يتعرضون لمنافسة شديدة من البورصات المحلية ، والسوق الثالث ، والسوق الرابع ، إضافة إلى المنافسة من قِبلْ تجار الطلبيات الكبيرة ، فكل هؤلاء تتاح لهم الفرص فى التعامل فى ذات الأسهم المتداولة فى البورصات التى يعمل فيها المتخصصين .

يضاف إلى ذلك أن المدى أو الهامش Bid-Ask Spread يخضع لرقابة ادارة البورصة . ففى بورصة نيويورك هناك وحدة مراقبة Market Surveillance Unit تسجل كل سعر يعلنه كل متخصص عن كل سهم يتعامل فيه . وفى كل شهر ترسل الوحدة للمتخصص عدد الأوامر التى أبرمت عند مدى ١/٨ ، ١/٤ .... وهكذا . كما تقوم الوحدة كذلك بتتبع عدد الأوامر التى نفذت على أساس سعر الأمر السابق ، وعدد الأوامر التى نفذت على أساس أسعار تختلف عن السعر السابق . كذلك تنشر وحدة الرقابة مؤشراً عن الحد الأقصى والحد الأدنى للتذبذب الذى يتعرض له السعر — لكل سهم — مع الصفقات التى يبلغ حجمها ٣٠٠٠ سهم فى الصفقة الواحدة . وبالمتابعة اليومية للصفقات والأسعار التى تمت بها ، يمكن للوحدة اكتشاف ما إذا كانت التغيرات السعرية تقع فى الحدود المقبولة أم لا . وبهذا تحقق وحدة المراقبة هدفين : فالمعلومات التى تنشرها تعطى فكرة لمجلس المحافظين عن كفاء السوق ، كما تمثل فى نفس الوقت ضغطاً معنوياً على المتخصصين عند تحديد المدى أو الهامش حتى يتجنبوا التدخل من قبل ادارة البورصة .

يضاف إلى كل ذلك أن هناك استقصاء يوزع كل ثلاثة شهور على كل بيت للسمسرة لابداء رأيه فى المتخصصين الذين يتعامل معهم Specialist Performance Evaluation Questionnaire (SPEQ) . وتعتبر نتيجة ذلك الاستقصاء عنصراً جوهرياً فى اختيار المتخصصين الذين تسند إليهم الأسهم الجديدة التى تطرح للتداول لأول مرة (Mann & Seijas, 1991, P. 58) . وهكذا يمكن القول أنه بسبب المنافسة التى يواجهها المتخصصين من قِبَلْ أعضاء الأسواق غير المنظمة ، وأيضاً بسبب القيود التى تفرضها ادارة السوق لا يمكن الادعاء بوجود احتكار حقيقى يمارسه المتخصصون ، طالما أن ليس لهم الكلمة الأخيرة بشأن هامش الربح للأسهم التى يتعاملون فيها .

ومع هذا فإنه إذا لم تكن للمتخصصين الكلمة الأخيرة فى تحديد هامش الربح أو ما يطلق عليه بالمدى ، فإن لهم الكلمة القوية فى شأن حجم السوق Size of the Market أى عدد الأسهم المطلوب شراؤها وعدد الأسهم المطلوب بيعها عند كل سعر . فالمتخصصون هم الذين يحددون عدد الأسهم التى سيتم التعامل عليها عند سعر معين Given Quote ، والعدد التالى من الأسهم التى سيتم التعامل عليها بسعر آخر Subsequent Quote . ولكن كيف يتم له ذلك ؟ دعنا نفترض أن السعر المعلن لسهم ما هو ٢٣ ١/٤ شراء ٢٣ ٥/٨ بيع ، ثم تسلم المتخصص أمراً يطلب صاحبه فيه بيع ٨٠٠ سهم . فى هذه الحالة يمكن للمتخصص أن يضيف من حسابه الخاص ٢٠٠ سهم ، ويعلن بجوار ذلك السعر عن أن عدد الأسهم المطلوب بيعها ١٠٠٠ سهم . ولعله يفعل ذلك بهدف توفير فرصة أفضل لتسويق الأمر .

والآن دعنا نفترض كذلك أن أمراً وصل إلى البورصة ويتضمن شراء ٢٧٠٠ سهم . هنا يدرك المشترى أنه يمكنه شراء ١٠٠٠ سهم منها بسعر ٢٣ ٥/٨ ، ولكن ماذا بشأن باقى الأسهم المطلوبة ؟ يمكن حينئذ أن يدخل المتخصص بصفته تاجراً ويبيع المشترى الكمية المتبقية (١٧٠٠ سهم) بذات السعر أى ٢٣ ٥/٨ ، أو بسعر أعلى مراعياً القيود التى تفرضها إدارة البورصة ، وإذا ما حدث ذلك يعلن السعر الأعلى باعتباره السعر الجديد New Quote .

وعلى العموم يقترح مان وسيتاز (Mann & Seijas, 1991) تغيير النظام اليدوى الذى يعمل به المتخصصين Specialist System واحلاله بنظام أوتوماتيكى مماثل لما هو معمول به فى السوق غير المنظمة الذى يطلق عليه نازداك NASDAQ ، والذى يتيح لكل صانع سوق Market Makers أينما كان موقعه ، أى سواء كانوا فى داخل السوق المنظمة أو فى خارجها أن يتعامل فى الورقة المالية المعنية . مثل هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من حدة المنافسة بين صناع السوق ، ويقلل حجم الهامش أو المدى Bid-Ask Spread الذى يحققه المتخصص ، كما يرفع مستوى سيولة وكفاءة السوق ، وتبتعد شبهة الاحتكار كلياً عن المتخصصين .

الخـــلاصة :

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر أسواق الأسهم والسندات فى العالم بأسره وعليه فإن دراسة الأسواق فى تلك الدولة من شأنه أن يزود القارىء بالمعرفة الواسعة فى هذا الشأن . فهناك أولاً السوق الأول الذى يعنى بإصدار الأوراق المالية والذى يتكون أساساً من عدد من بيوت السمسرة يطلق عليها بنوك أو بنكيرات الإستثمار . وهناك السوق الثانى الذى يشتمل على الأسواق المنظمة (البورصات) والأسواق غير المنظمة . والأسواق المنظمة تنقسم بدورها إلى أسواق مركزية وأسواق محلية . وتدار تلك الأسواق بمجالس محافظين ينتخبهم أعضاء السوق .

أما الأسواق غير المنظمة فإنها تتكون من بيوت السمسرة ، بمعنى أنه لا يوجد مكان واحد محدد لإجراء المعاملات ، لذا تعتمد تلك الأسواق كلياً على شبكة إتصالات قوية تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . وعلى عكس الأسواق المنظمة ـــ وخاصة المركزية منها ـــ التى تمثل الأسهم العادية محور نشاطها ، نجد أن الأسواق غير المنظمة يتركز نشاطها إلى حد كبير فى السندات . وتشتمل الأسواق غير المنظمة كذلك على السوق الثالث ، الذى يقوم على عدد من بيوت السمسرة تتعامل فى أوراق مالية مسجلة فى أسواق مركزية ، والسوق الرابع الذى يتكون من كبار المستثمرين الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم فى بيع وشراء الأوراق المالية . هذا إلى جانب أسواق أخرى . أما بالنسبة للأسعار التى تباع بها الأوراق المالية فى الأسواق المنظمة وغير المنظمة فيحددها صناع السوق على ضوء التقلبات المحتملة فى أسعار تلك الأوراق .

الفصل الرابع
قواعد وإجراءات التعامل فى البورصة

تناول الفصل الأول الأوراق المالية طويلة الأجل التى تصدرها منشآت الأعمال والتى تتداول فى أسواق رأس المال الفورية ، بينما تناول الفصل الثانى الأوراق المالية الأخرى التى يتداول بعضها فى أسواق رأس المال الفورية والبعض الآخر يتداول فى أسواق أخرى . ونظراً لأن أسواق رأس المال الفورية هى المحور الرئيسى لهذا الكتاب ، فقد عرض الفصل الثالث لكيفية تنظيم وإدارة تلك الأسواق فى الولايات المتحدة ، باعتبارها أكبر أسواق رأس المال فى العالم بأسره . أما الفصل الرابع الذى نحن بصدده فيتم الربط فيه بين أسواق رأس المال الفورية وبين الأوراق المالية المتداولة فيها ، وذلك من خلال تناول القواعد والاجراءات التى تحكم التعامل فى تلك الأسواق .

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذى يحكم تصرفات المتعاملين ، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية ، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لابرام صفقات ناجحة . إضافة إلى مساهمتها فى رفع كفاءة السوق على النحو الذى سنعرض له فى الفصل الرابع عشر . وفى تناولنا للقواعد والإجراءات سوف يخصص القسم الأول من الفصل الذى نحن بصدده لتناول الحجم الذى ينبغى أن يكون عليه أمر الشراء أو البيع ، نتبعه بالقسم الثانى الذى يعرض للصور المختلفة للأوامر ، فالقسم الثالث الذى يخصص لكيفية سداد قيمة الصفقات ، فالقسم الرابع الذى يعنى بتكاليف تنفيذ الأوامر . وأخيراً يعرض القسم الخامس لإجراءات تنفيذ المعاملات وتصفية الحسابات التى تسفر عنها تلك الأوامر .

حجم الأوامر :

لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء ، كما أنها تأخذ إحدى صورتين : أوامر بكميات غير كسرية وأوامر بكميات كسرية . ويقصد بالأوامر غير الكسرية Round Lots تلك التى يشتمل الأمر فيها على

١٠٠ سهم أو مضاعفاتها (٢٠٠ سهم ، ٣٠٠ سهم ...) ، أما الأوامر الكسرية Odd Lots فيقصد بها الأوامر التى تشتمل على أقل من ١٠٠ سهم(١) . وإذا ما احتوى الأمر على ٢٣٥ سهم مثلاً ، حينئذ يعامل كما لو كان أمرين : أمر غير كسرى يتضمن ٢٠٠ سهم ، وأمر كسرى يتضمن ٣٥ سهم (Fischer & Jordan, 1987, P. 37) .

وعادة ما تكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية (French, 1989, P. 56; Huang & Randall, 1987, P. 34; Fischer & Jordan, 1987, P. 69) . وذلك لسببين : السبب الأول هو أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية . أما السبب الثانى فيتمثل فى أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يضاف إليه نسبة اضافية Odd Lot Differential . ففى أسواق رأس المال الأمريكية يتحدد سعر السهم داخل الكمية الكسرية على أساس سعر السهم داخل الكمية غير الكسرية مضافاً إليه فى حالة الشراء ، أو مخصوماً منه فى حالة البيع قيمة قدرها $\frac{١}{٨}$ نقطة أى $\frac{١}{٨}$ دولار . وفى السنوات الأخيرة أصبح إضافة فرق السعر مسألة اختيارية فى بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية (French, 1989, P. 56) . وفى مؤسسة ميرل لينش لا تضاف أى قيمة إلى سعر السهم داخل الكميات الكسرية (Fischer & Jordan, 1987, P. 69) .

ويشير فرنش (French, 1989, P. 56) إلى أن التعامل فى الأوامر الكسرية غير مسموح به داخل صالة بورصة نيويورك ، وان كان هذا لا يمنع من التعامل فيها بطرق أخرى . فمثلاً يمكن للسمسار أن يحتفظ بالأمر وينتظر ورود أوامر أخرى بحيث يمكن تجميعها فى أمر غير كسرى ، يتم تنفيذه وتقسيمه على الأطراف المشاركة . كذلك يمكن للسمسار تلبية الأمر من خلال المتخصصين Specialists أو تجار الطلبيات الصغيرة Odd Lot Dealers داخل البورصة ، أو من خلال بيوت السمسرة التى تتعامل فى السوق غير المنظمة . كما يمكن للسمسار تغذية النظام الإلكترونى Designated Order

(١) رغم استخدام الأسهم فى الأمثلة التى سيعرض لها هذا الفصل ، فإن ما يسرى عليها يسرى أيضاً على السندات .

(Turnaround (DOT بتفاصيل الأمر ليصل مباشرة إلى المتعاملين داخل البورصة ليتقدم من يرغب فى تلبيته . ويضيف فرنش (P. 51) أن استخدام النظام المذكور عادة ما يمكن السمسار من تنفيذ الصفقة خلال مدة وجيزة قد لا تتجاوز دقيقتين .

الأوامر التى يصدرها العملاء :

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغى أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل . وفى هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية : أوامر مُحَدِدَةْ لسعر التنفيذ ، وأوامر مُحَدِدَةْ لوقت التنفيذ ، وأوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ . وأخيراً هناك الأوامر الخاصة (Fischer & Jordan, 1987, PP. 38-42) .

١ ــ الأوامر المحددة لسعر التنفيذ :

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ Price Limit of Orders تلك الأوامر التى يكون فيها السعر الذى يحدده العميل هو الفيصل فى تنفيذ الصفقة من عدمه . وفى هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر : أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل فى السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها أوامر السوق ، وأوامر يشترط فيها العميل سعراً محدداً لاتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة .

أ ــ أوامر السوق :

يعتبر أمر السوق Market Order من أكثر الأوامر شيوعاً ، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة ، وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل . ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ فى دقائق معدودة (Francis, 1986, P. 64; Reilly, 1985, P. 80) . وفى بورصة نيويورك ترسل بيانات الصفقات التى تمت إلى مركز الحاسوب الذى يعرضها لتلتقطها بيوت السمسرة المنتشرة فى أنحاء الولايات المتحدة ، وذلك لكى يتوافر لديها أحدث المعلومات بشأن آخر الأسعار التى أبرمت بها صفقات ، لكل ورقة مالية تم التعامل فيها داخل البورصة . ويوضح

شكل ٤ ــ ١
كيفية عرض أسعار الصفقات
على أطراف الحاسوب

DI	HLT	GM	LLT	PE
33	$29\frac{3}{4}$	$62\frac{3}{8}$	2s17	1000s$16\frac{3}{4}$

Explanation: Dresser Industries Incorporated, 100 shares sold at 33; Hilton Hotels, 100 shares sold at 29 ¾; General Motors, 100 shares sold at 62 ⅜; Long Island Lighting, 200 shares sold at 17; Philadelphia Electric Company, 1,000 shares sold at 16 ¾.

شكل ٤ ــ ١ الصورة التى تعرض بها تلك الصفقات فى الحاسوب (Welshans & Melicher, 1984, P. 238) .

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ (French, 1989, P. 56) أما أهم عيوبه فهى أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذى سينفذ به الأمر إلا عند اخطاره به (Huang & Randall, 1987, P. 33) . كما أن عليه قبول السعر السائد فى السوق Price Taken Investor كقضية مسلم بها (French, 1989, P. 56) . وفى الأسواق ذات الكفاءة العالية كما هو الحال فى بورصة نيويورك قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر ، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة . وفى ظل السرعة الهائلة فى ابرام الصفقات عادة ما يكون الفرق بين السعر المتوقع والسعر الفعلى فى حدود ١/٤ نقطة أى ٢٥ سنتا (Welshans & Melicher, 1984, P. 238) . وان كانت هذه ليست قاعدة عامة ، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة وذلك فى حالة الأسهم غير النشطة أو التى تتميز بسرعة التقلب ، بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذى يستخدم هذا النوع من الأوامر (Fischer & Jordan, 1987, P. 38) .

ب ــ الأوامر المحددة :

فى الأوامر المحددة Limit Order يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة ،

ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة ، وذلك عندما يصل سعر السهم فى السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه فى حالة أمر الشراء ، أو أعلى منه فى حالة أمر البيع (French, 1989, PP. 56-57; Fischer & Jordan, 1987, P. 38) . وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التى ينبغى أن ينفذ خلالها الأمر (French, 1989, P. 57) وذلك على النحو الذى سيرد عند مناقشة الأوامر التى تجمع بين سعر ووقت التنفيذ . هذا وبدلاً من أن ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد ، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذى يتعامل فى الأسهم محل الصفقة ، والذى يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للسمسار ، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد (Reilly, 1985, P. 80) .

وكما يبدو فإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه ــ على عكس أمر السوق ــ يعرف المستثمر مقدماً وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التى سيدفعها إذا كان أمر شراء ، أو الحد الأدنى للقيمة التى سيحصل عليها إذا كان أمر بيع (French, 1989, P. 57) . أما أهم عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة ، حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً (Huang & Randall, 1987, P. 33) . وحتى لو كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد ، فإن قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا First Come-First Served قد يعنى عدم امكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن ، وذلك إذا كان ترتيبه متأخراً . هذا إضافة إلى أنه إذا كان السعر الذى يرغبه المستثمر قريب من سعر السوق فقد يكون من الأفضل له اصدار أمر سوق Market Order ذلك أن عيوب الأمر المحدد قد تفوق المزايا التى يجنيها من ورائه فى مثل هذه الحالات (Fischer & Jordan, 1987, PP. 63-64) .

وقبل أن نعرض للمجموعة الثانية من الأوامر ، تجدر الإشارة إلى أن هناك أوامر مشتقة من الأوامر المحددة لسعر التنفيذ من بينها :

١ ــ الأمر الذى يقضى بأن ينفذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو يرفض كله All or None Order .

٢ ــ الأمر الذى يقضى بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد بمجرد وصوله وإلا يعتبر لاغياً Fill or Kill Order .

٣ ــ الأمر الذى يقضى بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو جزء منه بمجرد وصوله ، أما الجزء الذى لم ينفذ فيعتبر لاغياً Immediate or Cancel Order .

٤ ــ الأمر الذى يقضى بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالشراء ، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق الذى أجرى عليه التعامل ، وبشرط أن يكون السعر السابق مماثل للسعر الذى قبله Zero Minus Tick أو أقل منه Minus Tick ، أو أن يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق مطروحاً منه الحد الأدنى للتغير فى السعر وذلك إذا ما كان السعر السابق مساوياً للسعر الذى قبله Zero Plus Tick أو أعلى منه[٢] Plus Tick ويطلق على هذا الأمر Buy Minus Order .

٥ ــ الأمر الذى يقضى بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالبيع ، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق الذى أجرى عليه التعامل ، وبشرط أن يكون السعر السابق أعلى من السعر الذى قبله Plus Tick أو مساوياً له Zero Plus Tick ، أو أن يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق مضافاً إليه الحد الأدنى من التغير فى السعر ، وذلك إذا كان السعر السابق مساوياً للسعر الذى قبله Zero Minus Tick ، أو أقل منه Minus Tick ويطلق على هذا الأمر Sell Plus Order .

٢ ــ الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ Time limit of Orders تلك الأوامر التى يكون الزمن هو الفيصل فى تنفيذها أو عدم تنفيذها . وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر ، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أى لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه .

(٢) إفترض أن حركة السعر بالجنيه كانت ٤٠ ٣٩ ٣٩ ٤٠ ٤٠ ٣٨ حينئذ تكون الحركة السعرية الثانية (٣٩) Down Tick or Minus Tick ، والحركة السعرية الثالثة (٣٩) Zero Minus Tick ، والحركة السعرية الرابعة (٤٠) Uptick or Plus Tick ، والحركة السعرية الخامسة (٤٠) Zero up Tick (French, 1989, P. 54) .

أ ـــ أوامر محددة بيوم :

يقصد بالأمر المحدد بيوم Day Order الأمر الذى يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم . فإذا ما تسلم السمسار الأمر فى الساعة العاشرة صباحاً فإنه يظل سارى المفعول إلى أن تغلق البورصة أبوابها فى ذلك اليوم (French, 1989, P. 57) . ويعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعاً ، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل فى الورقة المالية المعنية (Francis, 1986, P. 65) . وكقاعدة عامة يعتبر الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك . كذلك يعتبر أمر السوق Market Order بطبيعته أمراً محدداً بيوم واحد وذلك طالما أنه لا يحدد سعراً معيناً للتنفيذ . ولعل ما يميز هذا النوع من الأوامر أن ظروف السوق إضافة إلى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمنشأة عرضه للتغير بين لحظة وأخرى ، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر فى يوماً ما قد لا يكون ملائماً له فى اليوم التالى (Fischer & Jordan, 1987, P. 39) .

ب ـــ أوامر محددة بأسبوع أو شهر :

وبالنسبة للأمر الذى مدته أسبوع Week Order فإنه ينتهى بنهاية الأسبوع الذى صدر فيه . فإذا ما صدر الأمر يوم الثلاثاء فإنه يظل سارى المفعول حتى نهاية يوم الجمعة فى بورصة نيويورك ، وبنهاية يوم الخميس فى البورصات العربية . كذلك فإن الأمر الذى مدته شهر Month Order ينتهى سريانه بنهاية الشهر الذى صدر فيه . فإذا صدر الأمر يوم ١٤ أكتوبر فإن سريانه ينتهى بنهاية يوم ٣١ أكتوبر . وغنى عن البيان أن مدة الأمر قد تتحدد بفترة أكبر من ذلك شهرين أو ثلاثة أو أكثر ، بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح (Fischer & Jordan, 1987, PP. 39-40) .

حـ ـــ الأمر المفتوح :

يقصد بالأمر المفتوح Open Order or Good - Till Canceled (GTC) Order ذلك الأمر الذى يظل سارى المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر الغاؤه (Francis, 1986, P. 65) . وفى بورصة نيويورك ينبغى على المستثمر تجديد

الأمر كل ستة شهور (Francis, 1986, P. 57) . هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر : مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات (Fischer & Jordan, 1987, P. 40) . فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول الفترة التى انقضت منذ اصداره ، وحتى إذا ما نبهه السمسار بوجود الأمر فقد لا يكون الوقت ملائماً لتنفيذه . كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن المنشأة التى أصدرت الورقة ، فى هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة Limit Sell Order التى سبقت الإشارة إليها ، بينما قد لا تتاح فرصة بالمرة لأوامر البيع المفتوحة . وإذا ما وصل السوق معلومات كان من شأنها أن انخفضت القيمة السوقية للورقة ، حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحدد بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة .

٣ ـ الأوامر التى تجمع بين سعر ووقت التنفيذ :

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة ، والأمر المفتوح بسعر محدد .

أ ـ الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة :

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التى تحدد سعراً معيناً للتنفيذ ، غير أنها تشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر . وهى بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر Limit Orders ومزايا الأوامر المحددة للزمن Day, Week, or Month Orders .

ب ـ الأمر المفتوح فى حدود سعر معين :

يقصد بالأمر المفتوح فى حدود سعر معين الأمر الذى لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ Open Order غير أنه يشترط اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذى يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه (Francis, 1989, P. 65) . ويتلائم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذى لديه ثقة بأن إعطاء وقتاً كافى للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التى يريدها . أما أهم عيوبه فهو أنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلاً (فى حالة أمر الشراء) أو أقل قليلاً (فى حالة أمر البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق (Fischer & Jordan, 1987, P. 40) .

٤ ـ الأوامر الخاصة :

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الايقاف ، وأوامر الايقاف المحددة ، ثم الأمر الذى يترك فيه للسمسار أن يتصرف بحرية حسبما يقتضى الحال .

أ ـ أوامر الايقاف :

يقصد بأوامر الايقاف Stop Orders الأوامر التى لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الايقاف : أوامر تتعلق بالبيع ، وأخرى تتعلق بالشراء (French, 1989, PP. 56-57) . وفى أوامر الايقاف التى تتعلق بالبيع Stop-Loss Order يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه . فلو أن لدى أحد المستثمرين أسهما سبق أن اشتراها بسعر ١٠٠ جنيه للسهم ، بينما السعر السائد فى السوق ١٢٠ جنيه للسهم ، وأنه يخشى حدوث هبوط شديد فى الأسعار ، حينئذ قد يصدر أمراً للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى ١١٠ جنيه مثلاً . وإذا لم يتمكن السمسار من ابرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار فى الانخفاض ، يظل ملزماً بتنفيذها عند أى سعر يمكنه اللحاق به . وهكذا يتحول أمر الايقاف إلى أمر سوق Market Order بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذى حدده العميل ، ذلك أنه يمكن للسمسار تنفيذ الصفقة عند السعر المحدد أو أى سعر أقل منه (Francis, 1986, P. 64; Fischer & Jordan, 1987, P. 64) .

أما أمر الإيقاف الذى يتعلق بالشراء Stop-Buy Order فإنه يقضى بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه . فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما غير أن المستثمر لديه شك فى ذلك ، حينئذ يمكن اصدار أمر ايقاف . فلو أن السعر الذى يباع به السهم فى السوق هو ٧٠ جنيه فقد يصدر الأمر للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم ٧٣ جنيه أو تعداه (Fischer & Jordan, P. 41) . ومرة أخرى سوف يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق (French, 1989, P. 40) . مع ملاحظة أنه فى حالة أمر الايقاف الذى يتعلق بالبيع يكون السعر المحدد فى الأمر أقل من سعر

السوق ، أما إذا تعلق الأمر بالشراء فإن السعر المحدد يكون أعلى من سعر السوق .

وتعتبر أوامر الايقاف التى تتعلق بالشراء من أهم الأدوات فى صفقات البيع على المكشوف[٣] . فلو أن مضاربا تعاقد على بيع ١٠٠ سهم على المكشوف بسعر ٤٠ جنيه للسهم الواحد ، فى الوقت الذى يخشى فيه أن ترتفع أسعار تلك الأسهم ، حينئذ يمكنه اصدار أمر ايقاف بسعر وليكن ٤٣ جنيه مثلاً . فإذا وصل سعر السوق إلى السعر المحدد يتحول أمر الايقاف إلى أمر سوق يمكن أن ينفذه السمسار عند السعر المحدد أو سعر أعلى منه . فإذا ما إرتفع السعر إلى ٤٣ جنيه ونفذ الأمر ، يكون المضارب قد حصر خسائره فى ثلاث جنيهات للسهم الواحد . أما إذا ارتفع السعر إلى مستوى أقل من ٤٣ جنيه ثم عاد إلى الانخفاض فسيظل الوضع على ما هو عليه ولن ينفذ الأمر .

وكما هو واضح تعد تلك الأوامر أداه للحد من تضاؤل هامش الربح أو زيادة الخسائر التى يمكن أن يمنى بها العميل . ويضيف فرنش (P. 57) أن تلك الأوامر تعفى المستثمر من ملاحظة حركة السوق طوال اليوم بهدف حماية نفسه ، ذلك أن أوامر الايقاف كفيلة بتحقيق ذلك . أما أهم عيوب تلك الأوامر فهى أنه إذا كان السعر المحدد قريب من سعر السوق فإن تغيراً مؤقتاً فى السعر يعنى تنفيذ الأمر ، مما يعنى إلحاق الضرر بالمستثمر بدلاً من حماية مصالحه . ومن ناحية أخرى إذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق ، فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً . كذلك فإنه طالما أن أمر الايقاف يتحول إلى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد فى الأمر ، فإن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولاً للمستثمر ، خاصة إذا ما كانت التغيرات السعرية سريعة (Welshans & Melicher, 1984, P. 23; Huang & Randall, 1987, P. 33; Fischer & Jordan, 1987, P. 41) .

وعادة ما تضع البورصة قاعدة تقضى باعطاء أولوية التنفيذ لأوامر الايقاف التى تسجل أولاً . بمعنى أن أوامر الايقاف ذات سعر ما تنفذ أولاً يليها الأوامر التى تحمل المستوى التالى للسعر . غير أنه إذا ترتب على أوامر الايقاف المجمعة

(٣) سوف نعرض للبيع على المكشوف بالتفصيل وذلك فى القسم الثالث من هذا الفصل .

تأثير سلبى على سعر الورقة المالية المعنية ، فإنه يمكن لادارة البورصة ايقاف التعامل مؤقتاً بهذا النوع من الأوامر (Francis, 1986, P. 64) .

وأخيراً ينبغى الإشارة إلى أن أوامر الايقاف تختلف عن الأوامر المحددة ، ذلك أن الأمر المحدد لا يمكن أن يتحول إلى أمر سوق . فحتى لو وصل سعر السوق إلى السعر المحدد فقد لا تتاح الفرصة لتنفيذ الأمر ، كما سبقت الإشارة . يضاف إلى ذلك أنه — على عكس أوامر الايقاف — يكون المستثمر متأكداً بشأن السعر الذى سينفذ به الأمر المحدد . ومن ناحية أخرى فإنه — على عكس الأوامر المحددة — يكون سعر البيع فى أوامر الايقاف أقل من سعر السوق ، وسعر الشراء أعلى من سعر السوق (French, 1989, P. 57) .

ب — أوامر الايقاف المحددة :

تعالج أوامر الايقاف المحددة Stop-Limit Order عدم التأكد بشأن السعر الذى تنفذ به الصفقة فى حالة استخدام أوامر الايقاف Limit Order . ففى أوامر الايقاف المحددة يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع ، وحدا أقصى لسعر الشراء (Fischer & Jordan, 1987, P. 41) . ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه . هذا وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر فى الصالة فيمكنه الالتجاء إلى المتخصص الذى يتعامل فى هذا النوع من الأسهم ، وذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) أو يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذى حدده العميل فى الأمر (Francis, 1986, P. 64) .

فلو أن لدى المستثمر ١٠٠٠ سهم سبق أن اشتراها بسعر ٥٠ جنيه للسهم الواحد فى الوقت الذى يخشى فيه هبوط السعر ، حينئذ يمكنه اصدار أمر ايقاف محدد بسعر وليكن ٤٨ جنيه للسهم الواحد ، وعادة ما يأخذ الأمر الصورة التالية : « بيع ١٠٠٠ سهم عند ٤٩ جنيه ايقاف ، ٤٨ جنيه تحديد » Sell 1000 Shares at L.E. 49 Stop, L.E. 48 Limit . وهذا يعنى أن يبدأ السمسار فى اتخاذ اجراءات البيع عندما ينخفض السعر إلى ٤٩ جنيه للسهم ، وان ينفذ الأمر حتى لو وصل السعر فى تلك اللحظة إلى ٤٨ جنيه للسهم ، على أن لا ينفذه إذا انخفض السعر إلى أقل من ذلك (Francis, 1989, PP. 64-65) وبالطبع

لو أن الأمر تعلق بالشراء فإن الأمر يأخذ صورة عكسية « اشترى ١٠٠٠ سهم عند ٤٨ جنيه ايقاف ، ٤٩ جنيه تحديد » .

ومن أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة (انخفاضاً فى حالة البيع ، وارتفاعاً فى حالة الشراء) ، بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد ، فى الوقت الذى تستمر فيه الأسعار فى الانخفاض مما يعنى مضاعفة تضاؤل القيمة السوقية Paper Losses لما يملكه المستثمر من أوراق (French, 1989, P. 57; Fischer & Jordan, 1987, P. 42) .

حـ ـ أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال :

يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال Discretionary Order أن يترك للسمسار الحق فى ابرام الصفقة حسب ما يراه . وقد تكون حرية السمسار فى هذا النوع من الأوامر مطلقة ، فهو الذى يختار الورقة محل التعامل والسعر ، وما إذا كانت الصفقة شراءاً أم بيعاً ، وتوقيت تنفيذها . أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذى تبرم على أساسه الصفقة . وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة فى كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم (Radcliffe, 1982, P. 64; Fischer & Jordan, 1987, P. 42) .

ومن مزايا أمر التنفيذ حسب الأحوال اعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار ، بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون انتظار لأوامر محددة من العميل . كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون فى أجازة ، ولا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظة أوراقه المالية . ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من السماسرة بهذا النوع من الأوامر إذ يزيد من عبء العمل الواقع عليهم ، إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتى بنتائج غير مرضية للعملاء . هذا إضافة إلى أن العملاء أنفسهم نادراً ما يلجأون لهذا النوع من الأوامر ، إذ تؤدى إلى تذبذب شديد ومستمر فى أرصدة حساباتهم لدى السمسار (Radcliffe, 1982, P. 64) . بحيث يصعب عليهم معرفة مركزهم المالى معه دون الاتصال به .

كيفية سداد قيمة الصفقات :

يمكن التفرقة بين أسلوبين لسداد قيمة الصفقات هما : الأسلوب النقدى الكامل والأسلوب النقدى الجزئى . ويقصد بالأسلوب النقدى الكامل قيام العميل بسداد قيمة مشترواته نقداً والحصول على قيمة مبيعاته نقداً ، وذلك على النحو المتعارف عليه فى المعاملات الأخرى . أما الأسلوب النقدى الجزئى فيقصد به فى حالة الشراء قيام العميل بتمويل جزء من مشترواته نقداً ، والباقى يتم سداده بأموال مقترضة . أما فى حالة البيع فيقصد به البيع على المكشوف أى قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها ولكن يمكن إقتراضها فى مقابل تأمين يودع لدى المقرض . وكما سيتضح فيما بعد فإن الشراء والبيع النقدى الجزئى هو صورة من صور الرفع المالى Financial Levarage الذى يصحبه زيادة فى العائد ، وزيادة فى المخاطر التى تكتنف هذا العائد .

١ ــ التمويل النقدى الجزئى للمشتريات :

يقصد بالتمويل الجزئى سداد جزء من قيمة الصفقة نقداً Margin Buying بينما يسدد الباقى بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة . وتمثل قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئى Initial Margin لصفقه الشراء والذى يتم حسابه على النحو التالى (Reilly, 1985, P. 82) .

$$\text{نسبة الهامش المبدئى} = \frac{\text{ح}}{\text{ق}} \qquad (\text{٤ ــ ١})$$

$$\text{أو} \quad = \frac{\text{ق ــ ر}}{\text{ق}} \qquad (\text{٤ ــ ١ أ})$$

$$\text{أو} \quad = \frac{(\text{ن} \times \text{س}) \text{ ــ ر}}{\text{ن} \times \text{س}} \qquad (\text{٤ ــ ١ ب})$$

حيث ح تمثل حقوق الملكية أى المبلغ الذى سيدفعه العميل من أمواله الخاصة ، ق تمثل القيمة السوقية للورقة المراد شرائها سهماً كانت أو سند ، ر تمثل قيمة القرض المطلوب الحصول عليه ، ن تمثل عدد الأوراق محل الصفقة . أما س فتمثل السعر الذى ستشترى به الورقة .

وفى ظل هذا النوع من المعاملات يفتح العميل حساباً للهامش Margin Account لدى بيت السمسرة ، وبمقتضى إتفاق خاص Hypothecation Agreement يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش . على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض (Francis, 1986, P. 65; Sharpe, 1985, P. 23) . وعلى أن تسجل الأوراق المشتراه بإسم بيت السمسرة Street Name وليس باسم العميل الذى أبرمت الصفقة لصالحه (Sharpe, 1985, P. 22) .

وكما يبدو فإن القيمة النقدية التى يدفعها العميل والمتمثلة فى الهامش المبدئى هى فى حقيقة أمرها هامش أمان للسمسار . فلو أن قيمة الصفقة ١٠٠٠ جنيه بينما دفع منها العميل ٦٠٠ جنيه نقداً ، فإن هذا يعنى هامش أمان معدله ٦٠٪ . بمعنى أنه إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة بتلك النسبة ، يظل السمسار قادراً على استرداد قيمة القرض (٤٠٠ جنيه) من حصيلة بيع الأوراق التى تحت يده ، والمسجلة باسمه .

هذا ويطلق على هذا النوع من القروض بالقروض التى يمكن استدعاؤها Call Loan ، على أساس أن البنك يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض فى أى وقت . ويدفع السمسار للبنك معدل فائدة يوازى الحد الأدنى لمعدل الفائدة فى السوق تقريباً Prime Rate ، أما سعر الفائدة الذى يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الذى يحصل عليه البنك بما يتراوح بين ٠,٥٪ ، ٢٪ (French, 1989, P. 40) بمتوسط قدره ١٪ تقريباً (Radcliffe, 1982, P. 87) وتمثل هذه الزيادة عائداً إضافياً للسمسار .

وفى الولايات المتحدة ينص قانون البورصة والأوراق المالية الصادر فى عام ١٩٣٤ على عدم جواز تقديم قرض بقيمة تزيد عن القيمة الحقيقية لهذا القرض Loan Value أى قيمة الأوراق محل الرهن (Sharpe, 1985, P. 23) . وقد حددت بورصة نيويورك هامش ٥٪ على القيمة الاسمية للأوراق المالية التى تصدرها الحكومة المركزية ، ١٥٪ على القيمة الاسمية للأوراق التى تصدرها الحكومات المحلية أو ٢٥٪ على القيمة السوقية لها أيهما أقل . وتحددت نسبة الهامش للسندات ــ بخلاف السندات القابلة للتحويل ــ على أساس ٢٥٪ من

قيمتها السوقية (French, 1989, PP. 38-39) . أما بالنسبة للأسهم العادية فقد خول القانون البنك المركزى تولى أمرها .

ومنذ عام ١٩٣٤ وحتى الآن تراوحت نسبة الهامش المبدئى ــ التى يحددها البنك المركزى ــ للتعامل فى الأسهم العادية ما بين ٤٠٪ ، ١٠٠٪ أى بين نسبة اقتراض ٦٠٪ ، صفر بما يعنى عدم تقديم قروض بالمرة (Reilly, 1985, P. 81; Sharpe, 1984, P. 23) . أما السبب فى ارتفاع الهامش المبدئى للأسهم ، هو تعرض أسعارها للتقلب بمعدلات أعلى من مثيلها للسندات (Redcliffe, 1982, P. 67) . وفى بورصة نيويورك لا يجوز أن يقل الحد الأدنى للهامش عن ٢٠٠٠ دولار ، بل وتفرض بعض بيوت السمسرة مبلغاً أكبر من ذلك (Francis, 1986, P. 65; French, 1989, P. 40) . هذا إلى جانب حرية بيوت السمسرة فى رفع نسبة الهامش المبدئى إلى مستوى أعلى In-house Margin مما يقرره البنك المركزى ، (Gitman, 1985, P. 76) .

وكما يبدو فإن الهامش المبدئى للأسهم العادية يعد وسيلة يستخدمها البنك المركزى لضبط حركة النشاط الاقتصادى فى الدولة . فعلى المستوى الفردى يهدف الهامش إلى حماية المستثمرين والمضاربين ضد التوسع فى استخدام الرفع المالى (الذى يتمخض عن الشراء النقدى الجزئى) ، الذى من شأنه أن يلحق الاضرار بالمستثمرين إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة . وعلى المستوى القومى يستخدم الهامش كوسيلة للحد من التوسع فى الشراء النقدى الجزئى لأغراض المضاربة ، هذا اضافة إلى استخدامه لضبط حركة السوق . فعندما ترتفع مستويات الأسعار فى البورصة وتزداد المضاربات يرفع البنك المركزى نسبة الهامش ، مما يؤدى إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة فى تمويل الشراء النقدى الجزئى (Luckett, 1982, French, 1989, P. 39) . مثل هذا الاجراء من شأنه أن يحد من المضاربة ، ويزيل الآثار التى ربما تكون قد تركتها على مستويات الأسعار . وعلى نفس النهج يمكن أن يستخدم الهامش للسيطرة على موجات التضخم أو الكساد الذى قد تجتاح البلاد (Radcliffe, 1982, P. 67) .

ولا يبدو ان هناك خطراً على السمسار إذا ما اتسمت أسعار الأوراق محل

الصفقة بالاستقرار . أما إذا تعرضت تلك الأوراق لانخفاض فى قيمتها السوقية فإن نسبة الهامش المبدئى سوف تنخفض . ولكى يحمى السمسار نفسه ضد هذا النوع من المخاطر ، عادة ما يضع شرطاً يقضى بأن لا تقل نسبة الهامش المبدئى فى أى لحظة عن هامش وقاية Maintenance Margin يحدده بنفسه . وتفرض بورصة نيويورك على أعضائها أن لا تقل نسبة هامش الوقاية عن ٢٥٪ (Sharpe, 1985, P. 24; French, 1986, P. 40) . وإذا ما انخفضت نسبة الهامش المبدئى عن هامش الوقاية يطلب السمسار من العميل دفع مبلغاً إضافياً Margin Call or Maintenance Margin (زيادة قيمة بسط المعادلة ٤ — ١) خلال خمسة أيام (Fischer & Jordan, 1987, P. 52) ، أو أن يبيع جزء من الأوراق محل الصفقة (تخفيض قيمة مقام المعادلة ٤ — ١) وذلك بهدف زيادة نسبة الهامش (Francis, 1986, P. 67; Reilly, 1985, P. 82) .

أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة ، حينئذ يحق للعميل إما سحب جزء من القيمة التى سبق أن دفعها من أمواله الخاصة (تخفيض قيمة بسط المعادلة ٤ — ١) ، أو تعلية (زيادة) Pyramiding مشترواته من الأوراق محل الصفقة (زيادة قيمة مقام المعادلة ٤ — ١) على أن يتم تغطية قيمة تلك المشتروات أو جزء منها على الحساب أى بقرض يحصل عليه السمسار لصالح العميل (Radcliffe, 1982, P. 67; Fischer & Jordan, 1987, P. 52) .

وإذا ما أسفر انخفاض الأسعار عن وقوع الهامش الفعلى بين الهامش المبدئى وبين هامش الصيانة ، فلا يحق للسمسار مطالبة العميل بزيادة مساهمته ، غير أنه سيُصَنف حساب العميل ضمن الحسابات المقيدة Restricted Accounts وحينئذ لا يكون من حق العميل أن يشترى المزيد من الأوراق المالية على أساس غير نقدى Buying on Margin ، ما لم يرفع مساهمته (قيمة ح فى المعادلة ٤ — ١) لإعادة الهامش المبدئى إلى ما كان عليه (Radcliffe, 1982, P. 68; Sharpe, 1985, P. 24) . هذا وعادة ما تقوم بيوت السمسرة بحساب نسبة الهامش الفعلى يومياً Mark-to Market على أساس سعر الاقفال ، لتحديد موقف كل عميل (French, 1989, P. 40; Radcliffe, 1982, P. 68) .

ولتوضيح فكرة الشراء النقدى الجزئى دعنا نفترض أن الاتفاق بين العميل والسمسار قام على أساس هامش مبدئى قدره ٦٠٪ ، وهامش وقاية ٣٠٪ . فإذا كانت قيمة الصفقة ١٠٠ ألف جنيه (١٠٠٠ سهم بسعر ١٠٠ جنيه للسهم الواحد) ، فإن معنى هذا أن قيمة القرض سوف تبلغ ٤٠ ألف جنيه ، تطبيقاً للمعادلة ٤ ــ ١ أ . أما ما يدفعه العميل من أمواله الخاصة ــ أى قيمة ح فى المعادلة ٤ ــ ١ ــ فيتحدد ضمنياً (٦٠ ألف جنيه) بالفرق بين قيمة ق (١٠٠ ألف جنيه) وقيمة ر (٤٠ ألف جنيه) .

$$\text{,٦٠} = \frac{\text{١٠٠٠٠٠} - \text{ر}}{\text{١٠٠٠٠٠}}$$

$$\text{ر} = \text{٤٠ ألف جنيه}$$

والآن سنفترض أن القيمة السوقية للسهم ارتفعت إلى ١٥٠ جنيه ، حينئذ سترتفع قيمة الأسهم إلى ١٥٠ ألف جنيه ، ويرتفع معها الهامش الفعلى (٧٣,٣٪) ليصبح أعلى من الهامش المبدئى (٦٠٪) .

$$\text{هـ} = \frac{\text{١٥٠٠٠٠} - \text{٤٠٠٠٠}}{\text{١٥٠٠٠٠}} = \text{,٧٣٣} = \text{٧٣,٣٪}$$

وكما هو واضح فإن قيمة حقوق الملكية قد ارتفعت من ٦٠ ألف جنيه إلى ١١٠ ألف جنيه ، وهو ما يمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم (١٥٠ ألف جنيه) وقيمة القرض (٤٠ ألف جنيه) . ونظراً لأن الاتفاق مع السمسار يقضى بأن تكون نسبة الهامش المبدئى ٦٠٪ ، فإنه وفقاً للمعادلة ٤ ــ ١ ينبغى ألا تزيد حقوق الملكية عن ٩٠ ألف جنيه ، وهى ما يعنى امكانية قيام العميل بسحب ٢٠ ألف جنيه من حسابه لدى السمسار .

$$\text{,٦٠} = \frac{\text{ح}}{\text{١٥٠٠٠٠}}$$

$$\text{ح} = \text{٩٠ ألف جنيه}$$

وبالطبع يمكن للعميل إستثمار المبلغ المتوفر (٢٠ ألف جنيه) فى أى مجال يختاره . وذلك بدلاً من سحب قيمته نقداً . كما يمكنه أن يطلب من السمسار

شراء المزيد من الأسهم على أن يتم تمويلها جزئياً من الأموال المتوفرة والباقي بقرض يحصل عليه . فحقوق الملكية التي ارتفعت إلى ١١٠ ألف جنيه ، تكفي لتغطية استثمارات قيمتها السوقية ١٨٣ ألف جنيه ، وذلك تطبيقاً للمعادلة ٤ ــ ١ .

$$\text{,٦٠} = \frac{\text{١١٠٠٠٠}}{\text{ق}}$$

ق = ١٨٣ ألف جنيه تقريباً

وحيث أن القيمة السوقية للأسهم المملوكة فعلاً للعميل تقدر قيمتها بمبلغ ١٥٠ ألف جنيه ، فإن القيمة السوقية للأسهم التي يمكن اضافتها سوف تبلغ ٣٣٣٣٣ جنيه (١٨٣٣٣٣ جنيه مطروحاً منها ١٥٠ ألف جنيه) ، أي يمكن للعميل شراء ٢٢٢ سهماً إضافياً تقريباً (٣٣٣٣٣ جنيه مقسومة على القيمة السوقية للسهم والتي تبلغ ١٥٠ جنيه) . وكما هو واضح سترتفع قيمة القرض الذي حصل عليه العميل من ٤٠ ألف جنيه إلى ٧٣٣٣٣ جنيه تقريباً (١٨٣٣٣٣ جنيه مطروحاً منها ١١٠ ألف جنيه) .

$$\text{,٦} = \frac{\text{١٨٣٣٣٣ — ر}}{\text{١٨٣٣٣٣}}$$

ر = ٧٣٣٣٣ جنيه

والآن دعنا نفترض أن القيمة السوقية للسهم انخفضت إلى ٩٠ جنيه ، حينئذ تصبح القيمة الكلية للأسهم ٩٠ ألف جنيه . وحيث أن قيمة القرض ٤٠ ألف جنيه ، فإن حقوق الملكية تنخفض إلى ٥٠ ألف جنيه (٩٠ ألف جنيه مطروحاً منها ٤٠ ألف جنيه) وتنخفض معها نسبة الهامش الفعلي إلى ٥٥,٦٪ ، تطبيقاً للمعادلة ٤ ــ ١ .

$$\text{هـ} = \frac{\text{٥٠٠٠٠}}{\text{٩٠٠٠٠}} = \text{,٥٥٦} = \text{٥٥,٦٪}$$

وحيث أن الهامش الفعلي لازال أعلى من هامش الوقاية المتفق عليه (٣٠٪) فإن الوضع يمكن أن يستمر على ما هو عليه ، مع ملاحظة أن حساب العميل

أصبح مقيداً على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . ويمكن للسمسار أن يحسب مسبقاً الحد الأدنى الذى يمكن أن تصل إليه القيمة السوقية للسهم قبل أن ينخفض الهامش الفعلى عن هامش الوقاية ، وذلك باستخدام المعادلة ٤ — ٢ ، والمعادلة ٤ — ٣ (Fischer & Jordan, 1987, P. 51) .

$$ق^{*} = \frac{ر}{١ - و} \qquad (٤ - ٢)$$

$$س^{*} = ق^{*} \div ن \qquad (٤ - ٣)$$

حيث ق* تمثل الحد الأدنى الذى يمكن أن تصل إليه القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة قبل أن ينخفض الهامش الفعلى عن هامش الوقاية ، و تمثل هامش الوقاية . أما س* فتمثل الحد الأدنى الذى يمكن أن تصل إليه القيمة السوقية للورقة قبل أن ينخفض الهامش الفعلى عن هامش الوقاية .

وفى هذا المثال سوف تبلغ قيمة ق* ما يعادل ٥٧١٤٣ جنيه ، أما قيمة س* فستبلغ ٥٧,١٤٣ جنيه .

$$ق^{*} = \frac{٤٠٠٠٠}{١ - ,٣٠} = ٥٧١٤٣ \text{ جنيه}$$

$$س^{*} = ٥٧١٤٣ \div ١٠٠٠ = ٥٧,١٤٣ \text{ جنيه}$$

وللتأكد من أن قيمة ق* — وبالتالى قيمة س* — تمثل الحد الأدنى الذى يمكن أن تصل إليه القيمة السوقية قبل أن ينخفض الهامش الفعلى عن هامش الوقاية ، يمكن قسمة قيمة حقوق الملكية بعد انخفاض السعر وقدرها ١٧١٤٣ جنيه (تمثل القيمة السوقية للأسهم وقدرها ٥٧١٤٣ جنيه مطروحاً منها قيمة القرض التى تبلغ ٤٠ ألف جنيه) على القيمة السوقية التى وصلت إليها الأوراق محل الصفقة ، لنصل إلى نسبة هامش الوقاية .

$$و = \frac{١٧١٤٣}{٥٧١٤٣} = ,٣ = ٣٠\%$$

بعبارة أخرى يمكن للسمسار أن يضع أمام حساب كل عميل الحد الأدنى المقبول للقيمة السوقية للورقة المالية وهى تساوى ٥٧,١٤٣ جنيه فى هذا

المثال . وبملاحظة هذه القيمة ــ من خلال نظام للمعلومات ــ يمكنه تحديد موقف العميل فى أى لحظة ، وما إذا كان ينبغى مطالبته بزيادة مساهمته أم لا .

والآن دعنا نفترض أن سعر السهم فى السوق انخفض إلى ٥٠ جنيه ، حينئذ سيدرك السمسار ــ من خلال نظام المعلومات المذكور ــ أن قيمة الهامش الفعلى أصبحت دون هامش الوقاية ، وأصبح من الضرورى مطالبة العميل بزيادة مساهمته . ذلك أن القيمة السوقية للأسهم انخفضت إلى ٥٠ ألف جنيه (١٠٠٠ سهم × ٥٠ جنيه للسهم) ، وحيث أن قيمة القرض ٤٠ ألف جنيه ، فإن حقوق الملكية أصبحت ١٠٠٠٠ جنيه . وهو ما يعادل هامش فعلى قدره ٢٠٪ فقط ($\frac{١٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠}$ × ١٠٠) . ولكى يرتفع الهامش الفعلى حتى يصل إلى هامش الوقاية ، يصبح من الضرورى أن يضيف العميل مبلغاً قدره ٥٠٠٠ جنيه ، وهو يمثل الفرق بين قيمة حقوق الملكية المطلوبة عند مستوى هامش الوقاية والتى تبلغ ١٥ ألف جنيه (٣٠, = $\frac{ح}{٥٠٠٠٠}$) وبين ما تبقى من مساهمة العميل بعد انخفاض القيمة السوقية للسهم (١٠ آلاف جنيه) .

وإذا لم يرغب العميل فى زيادة مساهمة حينئذ يقوم السمسار ببيع جزء من تلك الأوراق ، يكون من شأنه رفع نسبة الهامش الفعلى إلى ٣٠٪ . ويمكن تحديد قيمة الأوراق التى ينبغى بيعها باستخدام المعادلة ٤ ــ ١ .

$$٣٠, = \frac{١٠٠٠٠}{ق}$$

$$ق = ٣٣٣٣٣ \text{ جنيه}$$

أى أن ما تبقى من حقوق الملكية نتيجة انخفاض القيمة السوقية للأسهم (١٠ آلاف جنيه) يكفى لتغطية اسهما قيمتها السوقية ٣٣٣٣٣ جنيه فقط . وحيث أن القيمة السوقية للأسهم حالياً ٥٠ ألف جنيه ، فيمكن للسمسار أن يبيع أسهما قيمتها ١٦٦٦٧ جنيه (٥٠ ألف جنيه مطروحاً منها ٣٣٣٣٣

جنيه) . وحيث أن هذا الاجراء من شأنه أن يرفع الهامش الفعلى إلى مستوى هامش الوقاية فقط ، حينئذ يصبح حساب العميل مقيداً .

ولكن أين ستذهب متحصلات بيع الأسهم ؟ ستستخدم فى سداد جزء من القرض لينخفض رصيده إلى ٢٣٣٣٣ جنيه (٤٠ ألف جنيه مطروحاً منها ١٦٦٦٧ جنيه) . وعليه يصبح الموقف النهائى للعميل على النحو التالى : القيمة السوقية للأسهم المملوكة ٣٣٣٣٣ جنيه ، تم تمويل ١٠٠٠٠ جنيه منها من أموال العميل ، بينما تم تمويل الباق بقرض قيمته ٢٣٣٣٣ جنيه .

وكما سبقت الإشارة فإن تمويل جزء من مشتروات العميل بقرض ، يترك آثاراً مماثلة لاستخدام القروض فى هيكل رأسمال المنشآت أو ما يعرف بآثار الرفع المالى (Moyer et al, 1984, P. 509) . بمعنى أنه يتوقع أن تسفر تلك الصفقات عن زيادة فى العائد وزيادة أيضاً فى المخاطر . وتقاس المخاطر فى هذه الحالة بمقلوب نسبة الهامش المبدئى (Reilly, 1985, P. 82; Fischer & Jordan, 1987, P. 54) ويتوقع أن تزداد كلما انخفضت نسبة ذلك الهامش ، كما هو موضح بجدول ٤ ــ ١ . وكقاعدة عامة كلما زاد معامل المخاطر كلما ترتب على تغير معين فى القيمة السوقية للورقة ، تغيراً أكبر فى العائد الذى يحققه المستثمر . هذا بالنسبة للمخاطر ، أما بالنسبة للعائد ــ فى ظل هذا النوع من الرفع المالى ــ فيقاس بالمعادلة ٤ ــ ٤ (Francis, 1989, P. 68) .

جدول ٤ ــ ١
معامل المخاطر عند مستويات
مختلفة من الهامش المبدئى

الهامش المبدئى (٪)	معامل المخاطر
١٠٠	١,٠٠
٨٠	١,٢٥
٦٠	١,٦٧
٤٠	٢,٥٠
٢٥	٤,٠٠

$$م = \frac{س^{**} - س + ت - ئد (١ - هـ) س}{س \times هـ} \qquad (٤ - ٤)$$

حيث م تمثل معدل العائد الذى يحققه العميل خلال فترة واحدة ، $س^{**}$ تمثل القيمة السوقية للسهم ، س تمثل القيمة التى سبق أن اشترى بها السهم ، ت تمثل قيمة التوزيعات ، ئد تمثل معدل الفائدة الذى يدفعه المستثمر (العميل) على القرض ، هـ تمثل الهامش المبدئى ، أما القيمة (١ — هـ) س فتمثل قيمة الأموال المقترضة عن كل ورقة مالية .

ولتوضيح الأثر الذى يتركه الرفع المالى المصاحب للتمويل النقدى الجزئى للمشتريات على العائد الذى يحققه المستثمر ، سوف نطبق المعادلة ٤ — ٤ على المثال السابق ، وذلك فى ظل مستويات الأسعار التالية : ١٥٠ جنيه للسهم ، ١٢٠ جنيه للسهم ، ١١١ جنيه للسهم ، ١٠٠ جنيه للسهم ، ٩٠ جنيه للسهم ، ٥٠ جنيه للسهم . وسوف نفترض أن معدل الفائدة الذى يدفعه العميل ٢٠٪ ، وأنه لا يتوقع أن يحصل على توزيعات على الأسهم المشتراه . مع ملاحظة أن الهامش المبدئى يبلغ معدله ٦٠٪ ، وأن السعر الذى سبق أن اشترى به السهم ١٠٠ جنيه .

عند سعر ١٥٠ جنيه للسهم

$$م = \frac{١٥٠ - ١٠٠ + صفر - ٫٢٠ (١ - ٫٦) ١٠٠}{١٠٠ \times ٫٦}$$

$$= \frac{٥٠ - ٨}{٦٠} = ٫٧٠ = ٧٠٪$$

عند سعر ١٢٠ جنيه للسهم

$$م = \frac{١٢٠ - ١٠٠ + صفر - ٫٢٠ (١ - ٫٦) ١٠٠}{١٠٠ \times ٫٦}$$

$$= \frac{٢٠ - ٨}{٦٠} = ٫٢٠ = ٢٠٪$$

عند سعر ١١١ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{١١} - \text{٨}}{\text{٦٠}} = \text{,٠٥} = \text{٥٪}$$

عند سعر ١٠٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{صفر} - \text{٨}}{\text{٦٠}} = - \text{,١٣٣} = - \text{١٣,٣٪}$$

عند سعر ٩٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{٩٠} - \text{١٠٠} + \text{صفر} - \text{,٢٠} \; (\text{١} - \text{,٦}) \; \text{١٠٠}}{\text{١٠٠} \times \text{,٦}}$$

$$= \frac{- \text{١٠} - \text{٨}}{\text{٦٠}} = - \text{,٣٠} = - \text{٣٠٪}$$

عند سعر ٥٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{- \text{٥٠} - \text{٨}}{\text{٦٠}} = - \text{,٩٧} = - \text{٩٧٪}$$

ولاظهار أثر الرفع المالى يمكن مقارنة هذه النتائج بنتائج عميل مماثل قام بتمويل الصفقة بالكامل من أمواله الخاصة ، ومن ثم لم يكن هناك محل للهامش المبدئى . مع ملاحظة أنه فى ظل التمويل النقدى الكامل لصفقة الشراء تستخدم المعادلة ٤ — ٥ (Francis, 1986, PP. 32, 68) .

$$\text{م} = \frac{\text{س}^{**} - \text{س} + \text{ت}}{\text{س}} \qquad (\text{٤} - \text{٥})$$

عند سعر ١٥٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{١٥٠} - \text{١٠٠} + \text{صفر}}{\text{١٠٠}} = \frac{\text{٥٠}}{\text{١٠٠}} = \text{,٥٠} = \text{٥٠٪}$$

عند سعر ١٢٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{٢٠}}{\text{١٠٠}} = \text{,٢٠} = \text{٢٠٪}$$

عند سعر ١١١ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{١١}{١٠٠} = ,١١ = ١١\%$$

عند سعر ١٠٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{\text{صفر}}{١٠٠} = \text{صفر}\ \%$$

عند سعر ٩٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{٩٠ - ١٠٠ + \text{صفر}}{١٠٠} = - ,١٠ = - ١٠\%$$

عند سعر ٥٠ جنيه للسهم

$$\text{م} = \frac{- ٥٠}{١٠٠} = - ,٥٠ = - ٥٠\%$$

ويصور جدول ٤ ــ ٢ مقارنة نتائج التمويل النقدى الجزئى ، والتمويل النقدى الكامل .

جدول ٤ ــ ٢
مقارنة العائد المتولد فى ظل
التمويل النقدى الجزئى والتمويل النقدى الكامل

مصدر العائد	سعر السهم في السوق بالجنيه					
	١٥٠	١٢٠	١١١	١٠٠	٩٠	٥٠
التمويل النقدي الجزئى	٧٠ ٪	٢٠٪	٥٪	-٣ر١٣٪	- ٣٠٪	- ٩٧ ٪
التمويل النقدى الكامل	٥٠ ٪	٢٠٪	١ر١١٪	صفر ٪	- ١٠٪	- ٥٠ ٪

وهكذا تبدو آثار الرفع المالى واضحة . فطالما أن نسبة الزيادة فى القيمة السوقية للسهم مساوية لنسبة الفائدة على القرض (٢٠٪) يتساوى العائد المتولد عن التمويل النقدى الجزئى مع العائد المتولد عن التمويل النقدى الكامل .

وهو ما حدث عند سعر ١٢٠ جنيه للسهم ، الذى يمكن أن نطلق عليه سعر التعادل(٤) . أما إذا ارتفعت الأسعار عن ذلك يصبح عائد التمويل النقدى الجزئى أكبر من عائد التمويل النقدى الكامل . وعلى العكس من ذلك إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التعادل يكون عائد التمويل النقدى الجزئى أقل من عائد التمويل النقدى الكامل .

ولعل القارىء قد لاحظ أنه فى حالة التمويل النقدى الكامل يكون العائد مساوياً للصفر إذا كانت القيمة السوقية للسهم مساوية لسعر الشراء . اما فى حالة التمويل النقدى الجزئى يكون العائد قد تحول إلى قيمة سالبة ، عند المستوى الذى تتساوى عنده القيمة السوقية مع سعر الشراء .

وإذا ما حاول القارىء تجربة هامش مبدئى أقل ، حينئذ سيكشف أثراً أكبر للرفع المالى الناجم عن الشراء النقدى الجزئى . فمثلاً إذا انخفضت نسبة الهامش من ٦٠٪ إلى ٥٠٪ فإنه فى ظل إرتفاع سعر السهم من ١٠٠ جنيه إلى ١٥٠ جنيه ، يرتفع معدل العائد من ٧٠٪ إلى ٨٠٪ ، إلا أن معامل المخاطر أيضاً يرتفع من ١,٦٧ (١ ÷ ٠,٦) إلى ٢ (١ ÷ ٠,٥٠) . وكما سبقت الاشارة فى جدول ٤ ــ ١ فإن معامل المخاطر فى ظل التمويل النقدى الكلى هو واحد صحيح ، مما يعنى أن تغيراً فى السعر بنسبة معينة يترتب عليه تغير فى العائد بنفس النسبة .

٢ ــ بيع أوراق مقترضة أى البيع على المكشوف :

الأصل فى المعاملات أن تُشْترى الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد . وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذى يشترى الورقة ، على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتتحقق بعض الأرباح Long Position or Going Long . غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم به المضاربون ، وفيه تباع الورقة أولاً ثم تشترى فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التى سبق أن بيعت بها Short Position or Short Sales . وكما يبدو فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة .

(٤) عند سعر ١٢٠ جنيه تكون الزيادة فى القيمة السوقية ٢٠٪ ، إذ سبق أن اشترى السهم بمبلغ ١٠٠ جنيه .

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع قد تتم فى الوقت الذى لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة ، لذا يمكن أن نطلق عليه جواز البيع على المكشوف ، الذى يقوم على فكرة الرفع المالى أيضاً (Reilly, 1985, P. 81) كما سنشير إلى ذلك تفصيلاً فيما بعد . هذا ولا يقتصر هذا النوع من المعاملات على فئة معينة بل يمكن أن يمارسه أى شخص تربطه علاقة قوية مع أحد بيوت السمسرة (Welshans & Melicher, 1984, P. 239) .

ولتوضيح فكرة البيع على المكشوف دعنا نفترض أن شخصا ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأسهم منشأة ما ، ومن ثم فقد أعطى أوامره للسمسار الذى يتعامل معه أن يبيع له على المكشوف ١٠٠ سهم بالسعر الجارى ، وليكن ٣٠ جنيه للسهم . وبمجرد استلام الأمر يسعى السمسار للبحث عن عميل يرغب فى شراء تلك الأسهم بالسعر السائد ، ويبرم معه الصفقة . وفى تاريخ التنفيذ Settlement Date والذى عادة ما يكون فى خلال خمسة أيام عمل من تاريخ ابرام الصفقة (Radcliffe, 1982, P. 69) يقوم السمسار بتسليم المشترى الأسهم محل الصفقة ، وذلك إما من مخزون لديه أو باقتراضها من شخص آخر(٥) ، وذلك فى مقابل قيامه أى المشترى بسداد القيمة (٣٠٠٠ جنيه) للمالك الأصلى لتلك الأسهم . هذا ولا تحسب عطلة الأسبوع (يومى السبت والأحد فى الولايات المتحدة) والأجازات الرسمية عند حساب الخمسة أيام التى ينبغى أن يتم خلالها التنفيذ . مما يعنى أن الصفقة التى تبرم يوم الثلاثاء يتم تسوية كافة متعلاقاتها يوم الثلاثاء الذى يليه (Fischer & Jordan, 1987, P. 54) وذلك طالما لم يتوسط اليومين المذكورين أجازة رسمية .

ولكن هل ستبقى حصيلة البيع (٣٠٠٠ جنيه) مع مقرض الأسهم ؟ نعم سوف يحتفظ بها كرهن للأسهم التى أقرضها . وهنا يكمن السبب الذى من أجله يقبل السمسار (أو الشخص الآخر) اقراض الأسهم ، ذلك أنه يمكنه استخدام حصيلة بيع الأسهم مجاناً Flat أى توجيهها إلى مجال استثمارى دون أن يدفع عنها فوائد (Sharpe, 1985, P. 26) . هذا إلى جانب أن المقترض (البائع) مازال مسئولاً عن رد الأسهم عند الطلب .

(٥) ستستخدم كلمة البائع ، والمقترض ، والمضارب نقصد بها الشخص الذى يقوم بالبيع على المكشوف .

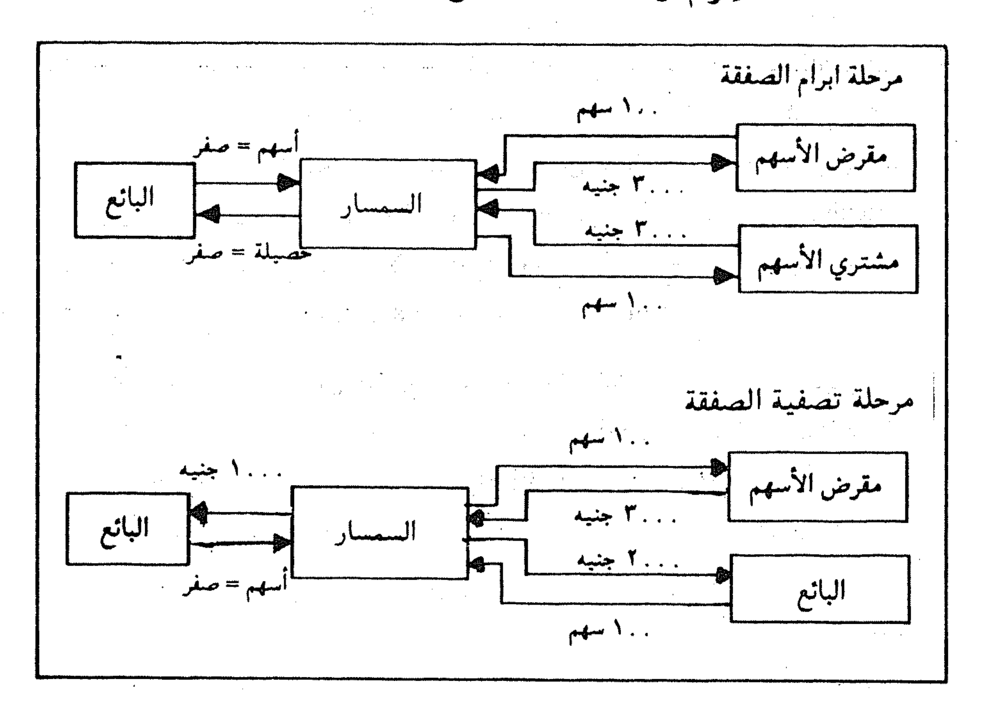
وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف Short Loan قابل للاستدعاء Call Loan من أى من الطرفين ، فى أى لحظة يبدى فيها رغبته فى ذلك . وإذا ما كانت الرغبة من طرف المقرض يصبح لزاماً على المقترض Short Seller رد الأسهم إما بشرائها من السوق أو باقتراضها من شخص آخر (Radcliffe, 1982, P. 69) وذلك فى خلال ٢٤ ساعة (Welshans & Melicher, 1984, P. 239) . وعادة ما يلعب السمسار دوراً فى هذا الشأن إذ يقوم بنفسه بالبحث عن طرف آخر يقترض منه ذات الأسهم لحساب العميل (Reilly, 1985, P. 80) ، وهى مسألة لا تستغرق وقتاً ولا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض آخر (Fischer & Jordan, 1987, P. 48) .

والآن دعنا نفترض أن الأسهم محل الصفقة انخفضت قيمتها لتصبح ٢٠ جنيه للسهم ، حينئذ يمكن للعميل إقفال حسابه لدى السمسار Covering or closing out of Short Sales . وذلك باعطائه أوامر بشراء الأسهم من السوق بالسعر السائد (١٠٠ × ٢٠ = ٢٠٠٠ جنيه) وتسليمها للمقرض (سواء كان السمسار نفسه أو شخص آخر) على أن يسترد (أى البائع) قيمة الرهن المتمثلة فى القيمة التى سبق أن باع بها الأسهم (٣٠٠٠ جنيه) ، محققاً عائداً قدره ١٠٠٠ جنيه[٦] . ويوضح شكل ٤ ــ ٢ ملخصاً لإجراءات إبرام صفقة البيع على المكشوف وتصفيتها .

ولكن ماذا عن التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة ، إذا ما استحقت قبل اقفال حساب العميل ؟ سيحصل عليها الشخص الذى اشترى الأسهم . ولكن ماذا عن المقرض ؟ يحصل على قيمة التوزيعات من البائع أى الشخص الذى إقترض الأسهم (Sharpe, 1985, P. 26; Reilly, 1985, P. 81) . أمر آخر . ماذا يحدث لو ارتفعت القيمة السوقية للأسهم ؟ ستصبح القيمة التى سبق أن بيعت بها الأسهم ، ووضعت كرهن تحت تصرف المقرض غير كافية لتغطية قيمة الأسهم المقترضة مما قد يلحق الضرر بالمقرض . لذا فقد تدخل البنك المركزى الأمريكى وأيضاً بورصة نيويورك لحماية المقرض ، وذلك

(٦) درج التحليل فى الفصول التى يتضمنها هذا الكتاب على إفتراض عدم وجود ضريبة أو تكلفة معاملات .

شكل ٤ ــ ٢
إبرام وتصفية صفقة البيع على المكشوف



بالزام المقترض بتقديم رهن اضافى يمثل نسبة معينة Margin من قيمة الصفقة (Welshans & Melicher, 1984, P. 239) قد يكون فى صورة أوراق مالية أو فى صورة نقدية (Radcliffe, 1982, P. 70; Huang & Randall, 1987, P. 40) . وإذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة ، حينئذ يمكن للمقترض أن يسحب جزء من الأموال المستخدمة كرهن لدى المقرض . هذا وعادة ما تتم مراجعة نسبة الهامش يومياً Marked to Market لمعرفة موقف المقترض . (Sharpe, 1985, P. 25) .

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض فى المثال السابق أن الهامش المحدد هو ٦٠٪ حينئذ ينبغى على المقترض أن يدفع للمقرض ــ من البداية ــ نقداً أو فى صورة أوراق مالية ما قيمته ١٨٠٠ جنيه (٣٠٠٠ × ٦٠٪) . وإذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم لتصبح ٢٥ جنيه للسهم ، فانه وفقاً للمعادلة

٤ ـــ ١ تصبح القيمة المستحقة كهامش ١٥٠٠ جنيه . وحينئذ يصبح من حق المقترض أن يسحب ٣٠٠ جنيه من القيمة التى سبق أن دفعها (١٨٠٠ جنيه) .

$$\frac{ح}{٢٥٠٠} = ٠,٦٠$$

ح = ١٥٠٠ جنيه

أما إذا ارتفعت قيمة السهم إلى ٤٠ جنيه ، ترتفع معها قيمة الهامش إلى ٢٤٠٠ جنيه ، وحينئذ يصبح على المقترض أن يضيف إلى قيمة الهامش ٦٠٠ جنيه ليصبح ٢٤٠٠ جنيه (١٨٠٠ جنيه + ٦٠٠ جنيه) أو ٦٠٪ من القيمة السوقية للأوراق محل التعامل .

$$\frac{ح}{٤٠٠٠} = ٠,٦٠$$

ح = ٢٤٠٠ جنيه

ولكن لارتفاع الأسعار تأثير آخر على المقترض (المضارب) ذلك أن عائد البيع على المكشوف يتحقق فقط إذا انخفضت القيمة السوقية المدفوعة لشراء السهم عن القيمة السوقية التى سبق أن بيع بها . ففى المثال السابق الموضح فى شكل ٤ ـــ ٢ كان سعر بيع السهم ٣٠ جنيه ، ثم اشتراه المضارب فيما بعد بقيمة قدرها ٢٠ جنيه ، محققاً ربحاً قدره ١٠٠٠ جنيه على الصفقة المكونة من ١٠٠ سهم . أما فى ظل افتراض ارتفاع القيمة السوقية للسهم إلى ٤٠ جنيها ، حينئذ تصبح الصفقة خاسرة . فقد سبق للمضارب بيع السهم الواحد بسعر ٣٠ جنيه ، وأصبح عليه أن يشتريه بسعر ٤٠ جنيه ، ومن ثم يمنى بخسائر اجمالية قدرها ١٠٠٠ جنيه [١٠٠ × (٣٠ ـــ ٤٠)] .

ولايضاح مخاطر هذا النوع من الصفقات ـــ والتى ترجع أساساً لفكرة الرفع المالى ـــ دعنا نفترض أن انخفاض القيمة السوقية للسهم بلغ أقصاه وأصبحت قيمة السهم صفراً . هنا يصبح الربح الكلى ٣٠٠٠ جنيه [١٠٠ × (٣٠ ـــ صفر)] أى مساوياً لقيمة متحصلات بيع الأسهم على

المكشوف . وهذا هو الحد الأقصى لأرباح المضارب إذ يستحيل أن تكون القيمة السوقية للسهم سالبة . والآن دعنا نفترض من ناحية أخرى أن القيمة السوقية ارتفعت لتصبح ٧٠ جنيه للسهم . فى هذه الحالة سوف يمنى المضارب بخسارة اجمالية قدرها ٤٠٠٠ جنيه [١٠٠ × (٣٠ — ٧٠)] ، إذ يصبح عليه أن يشترى السهم بسعر ٧٠ جنيه ، فى حين أن سعر السهم فى صفقة البيع على المكشوف كان ٣٠ جنيه فقط . وإذا ما إرتفعت القيمة السوقية للسهم إلى ٨٠ جنيه ، تصبح الخسائر ٥٠٠٠ جنيه ، وتزداد الخسائر كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم . وهو تأثير متوقع ناجم عن الرفع المالى الذى تعتمد عليه صفقات البيع على المكشوف .

بعبارة أخرى يحقق المضارب أرباحاً محدودة لا يمكن أن تزيد عن قيمة متحصلات البيع على المكشوف ، أما الخسائر فلا حدود لها طالما أن السعر يمكن أن يرتفع إلى أى مستوى . وهذا يؤيد المقولة الشائعة فى وول استريت Wall Street والتى تقول "Ask not how low Your Stock can go, it can only go to Zero" . ولعل هذا هو أهم عيوب هذا النوع من الصفقات (French, 1989, P. 55) . ويشير فرنش (P. 56) وفرنسيس (Francis, 1986, P. 594) إلى عيبين آخرين ، ذلك أنه إذا استحقت توزيعات على الأسهم محل الصفقة فإنها تعد بمثابة تكلفة بالنسبة للمقترض (المضارب) . إذ عليه أن يعوض مقرض الأسهم عنها ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . كذلك إذا طلب المقرض استدعاء القرض أى رد الأسهم ، فقد يضطر المقترض إلى شرائها من السوق بسعر غير ملائم .

يضاف إلى ذلك عيب يتعلق بالمقرض ، فبمجرد اقراضه السهم لا يصبح من حقه التصويت فى الجمعية العمومية Voting Right ، وهذا أمر طبيعى والا نجم على البيع على المكشوف صوتين لكل سهم صوت للمقرض وصوت للمشترى الذى فى حوزته السهم . وإذا ما كان التصويت أمراً ضرورياً للمقرض المحتمل ، فليس أمام السمسار إلا البحث عن شخص آخر على استعداد لاقراض الأسهم ، دون إصرار على حقه فى التصويت (Fischer & Jordan, 1987, P. 48) .

وإذا كان للبيع على المكشوف آثار سلبية على المقترض والمقرض على السواء ، فإن له أيضاً آثاراً سلبية أخرى على سوق رأس المال نفسه . ذلك أن التوسع فى البيع على المكشوف من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على الورقة محل التعامل ، فتنخفض قيمتها السوقية دون أن تكون هناك معلومات تشير إلى سوء حالة المنشأة المصدرة لتلك الورقة . وهذا أمر إذا ما استمر يضعف كفاءة السوق .

ولمواجهة تلك المشكلة نص قانون الأوراق المالية والبورصة الأمريكى الصادر فى عام ١٩٣٤ على أن لا تبرم صفقات البيع على المكشوف إذا كانت القيمة السوقية للورقة فى هبوط (Fischer & Jordan, 1987, P. 47) . كما أصدرت لجنة الأوراق المالية والبورصة كذلك قاعدة تفصيلية تقضى بأن لا تجرى معاملات البيع على المكشوف ، إلا إذا كان السعر الذى تجرى به الصفقة أعلى من السعر السائد قبلها Up-tick or plus tick ، أو إذا ظل السعر مساوياً للسعر السابق عليه ، بشرط أن يكون هذا السعر السابق أعلى من السعر الذى قبله Zero uptick or Zero plus tick . أما إذا كان السعر الجارى أقل من سابقه Down-tick or Minus tick فلا يجوز ابرام صفقة البيع على المكشوف . كما لا يجوز إبرام تلك الصفقة إذا كان السعر الجارى مساوياً للسعر السابق عليه ، وكان هذا السعر السابق أقل من السعر الذى قبله Zero-tick or Zero Minus tick . ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن حركة الأسعار خلال فترة معينة كانت على النحو التالى :

١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨	٩	١٠
٤١	٤١ ١/٢	٤١ ١/٢	٤١	٤١	٣٩	٤٠	٤٠	٣٩	٣٩

هنا يمكن أن يتم البيع على المكشوف عند مستويات الأسعار ٢ ، ٧ (up-tick) ، كما يمكن أن تتم عند مستويات الأسعار ٣ ، ٨ (Zero up-tick) . ومن ناحية أخرى لا يمكن أن تجرى صفقات البيع على المكشوف عند مستويات الأسعار ٤ ، ٦ ، ٩ (down tick) ، كما لا يمكن أن تجرى عند مستوى أسعار ٥ ، ١٠ (Zero Minus-tick) . أما المستوى رقم ١ فلا يمكن

الحكم عليه لعدم وجود أسعار قبله French, 1989, P. 54; Fischer & Jordan,)
1987, P. 48) . وكما يبدو واضحاً تهدف هذه القواعد إلى الحد من التأثير السلبى الذى قد يحدثه البيع على المكشوف على أسعار الأوراق محل التعامل ، كما حدث أبان الكساد العظيم .

كذلك قضت لجنة الأوراق المالية والبورصة بأن تُسَجَّل وتنشر شهرياً بيانات عن صفقات البيع على المكشوف ، توضح الأسهم التى جذبت اهتمام المتعاملين Short Interest فى مثل هذه الصفقات Francis, 1986, PP. 594,)
596; Radcliffe, 1982, P. 70; Geisse, 1989, P. 17) . حتى إذا ما حدث انخفاض فى القيمة السوقية لأى من تلك الأسهم ، فسوف يدرك المتعاملين فى السوق أن لصفقات البيع على المكشوف دور فى ذلك .

هذا ويمكن للمستثمر استخدام البيع على المكشوف لأغراض أخرى غير المضاربة ، ويقصد بذلك استخدامه للأغراض الضريبية ، وأغراض التغطية ، ولأغراض المراجحة أو الموازنة ، وكذا لتيسير تسليم الأوراق المالية .

أ ــ الأغراض الضريبية :

يقصد بالأغراض الضريبية ابرام صفقة البيع على المكشوف لضمان تحقيق الربح وفى نفس الوقت تأجيل سداد الضريبة عن تلك الأرباح . ولتحقيق ذلك ينبغى أن يكون تحت تصرف المستثمر ذات الأسهم محل البيع على المكشوف Short Sales Against the Box لاستخدامها فى اقفال Close out or Cover حساب الصفقة (Fischer & Jordan, 1987, P. 49) .

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن مستثمراً ما يملك ٢٠٠ سهم كان قد اشتراها بسعر ٥٠ جنيه للسهم ، وفى شهر نوفمبر أو ديسمبر ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسهم لتصبح ٦٠ جنيه للسهم . حينئذ يمكن للمستثمر أن يطلب من السمسار بيع عدد مساوى لما يملكه من ذات الأسهم على المكشوف بالسعر السائد(٧) . وفى يناير من السنة التالية يقوم المستثمر بتسليم الأسهم التى

---

(٧) يمكن أن تقترض الأسهم من السمسار لاتمام الصفقة ، وقد تكون الأسهم المقترضة هى ذاتها التى يملكها المستثمر .

يملكها للمقرض ويقفل حساب الصفقة . هنا يكون المستثمر قد ضمن تحقيق الأرباح (٢٠٠٠ جنيه) على أساس الأسعار السائدة فى ديسمبر [٢٠٠ × (٦٠ ــ ٥٠)] ، بينما تحققت الأرباح فى السنة التالية ، ومن ثم يتحقق تأجيل سداد الضريبة .

والآن ماذا لو إرتفعت أسعار تلك الأسهم فى يناير ــ وقبل اقفال صفقة البيع على المكشوف ــ لتصبح ٧٠ جنيه للسهم . حينئذ سيقوم المستثمر ببيع ما يملكه من الأسهم فى السوق ويحقق ربحاً أكبر قدره ٤٠٠٠ جنيه [٢٠٠ × (٧٠ ــ ٥٠)] ، بينما يظل حساب البيع على المكشوف مفتوحاً ، انتظاراً لانخفاض القيمة السوقية للأسهم محل الصفقة . أما إذا انخفضت الأسعار إلى ٥٠ جنيه للسهم فى شهر يناير ، حينئذ يقوم المستثمر بتسليم ما يملكه من أسهم إلى المقترض ويحصل منه على قيمة متحصلات البيع على المكشوف [٢٠٠ × ٦٠ = ١٢٠٠٠ جنيه) ، وبذلك يكون قد حافظ على الأرباح التى كان يمكن أن تتحقق لو أنه باع ما يملكه من الأسهم (والتى سبق أن اشتراها بمبلغ ٥٠ جنيه للسهم) بيعاً نهائياً فى شهر ديسمبر ، كل ذلك على الرغم من انخفاض الأسعار فى يناير . وكما يبدو فإنه فى جميع الأحوال تم المحافظة على الربح وتأجل سداد الضريبة للسنة التالية .

ب ــ أغراض التغطية :

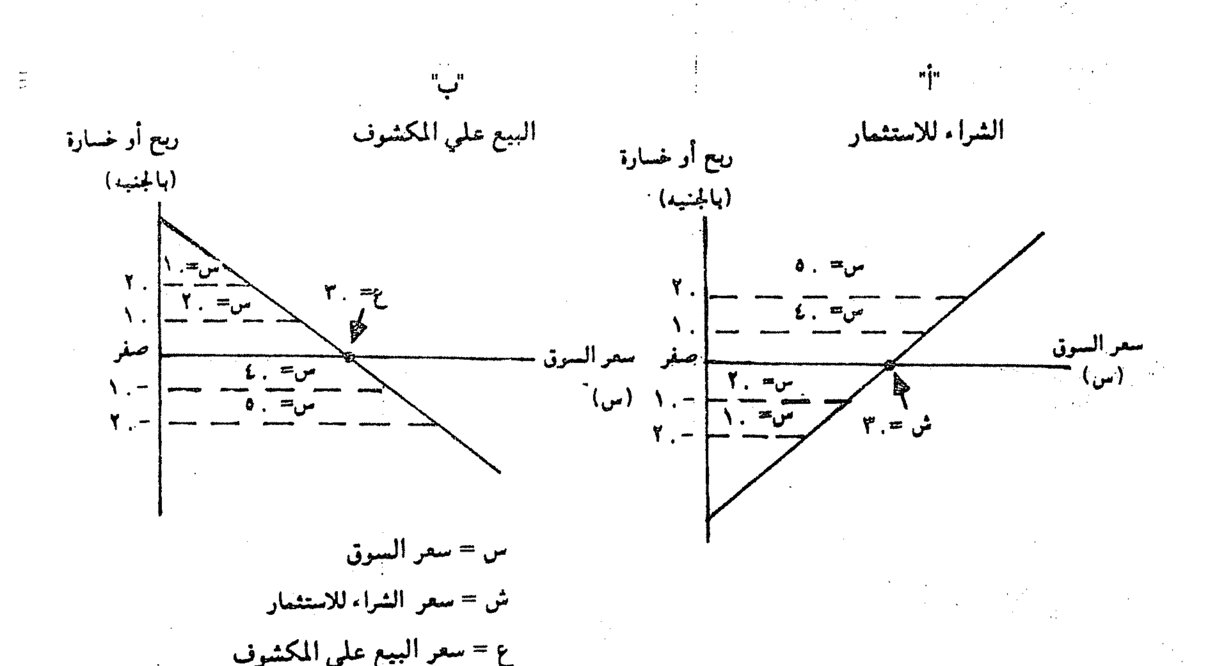
يقصد بالتغطية Hedging استخدام البيع على المكشوف لحماية المستثمر من مخاطر انخفاض أوراق مالية يملكها Long Position . وفى هذا الصدد يمكن التميز بين نوعين من التغطية : التغطية الكاملة ، والتغطية غير الكاملة .

التغطية الكاملة :

فى التغطية الكاملة Perfect Hedge يقوم المستثمر فى ذات الوقت الذى يشترى فيه أسهماً بغرض الاستثمار Long Position بيع عدداً مساوى من ذات الأسهم على المكشوف ، وبذات السعر . ويصور شكل ٤ ــ ٣ ملخصاً للعملية إذ يمثل الشكل أ حالة الشراء ، بينما يمثل شكل ب حالة البيع على المكشوف ، أما الشكل جـ فيصور حالة التغطية عندما يتم الشراء والبيع على المكشوف فى ذات الوقت وبذات السعر .

وكما هو واضح فإنه فى الشكل « أ » أى الشراء بغرض الاستثمار تتحقق الأرباح عندما ترتفع الأسعار . فإذا ارتفعت الأسعار إلى ٤٠ جنيه للسهم (سعر الشراء ٣٠ جنيه) فإن ربح السهم يصبح ١٠ جنيه ، يرتفع إلى ٢٠ جنيه إذا ارتفع السعر إلى ٥٠ جنيه للسهم . أما فى الشكل « ب » أى البيع على المكشوف فإن ارتفاع السعر إلى ٤٠ جنيه يترتب عليه خسائر قيمتها ١٠ جنيه للسهم ، ترتفع إلى ٢٠ جنيه إذا ارتفعت الأسعار إلى ٥٠ جنيه للسهم . أما إذا حدث وانخفضت الأسعار ، حينئذ يحدث العكس . فإذا انخفض سعر السهم إلى ٢٠ جنيه حينئذ يُظْهِرْ الشكل « أ » أى حالة الشراء للاستثمار خسائر قدرها ١٠ جنيه ترتفع إلى ٢٠ جنيه إذا ما انخفض سعر السهم إلى ١٠

شكل ٤ ــ ٣
التغطية الكاملة
الشراء والبيع كل على حدة



س = سعر السوق
ش = سعر الشراء للاستثمار
ع = سعر البيع علي المكشوف

جنيه . أما فى الشكل « ب » أى حالة البيع على المكشوف ، فإن انخفاض السعر إلى ٢٠ جنيه تتولد عنه أرباحاً قدرها ١٠ جنيه للسهم ، ترتفع إلى ٢٠ جنيه إذا انخفض السعر إلى ١٠ جنيه للسهم .

وهكذا فإنه عند سعر معين سوف تتساوى الأرباح المتولدة من قرار الشراء بغرض الاستثمار مع الخسائر الناجمة عن البيع على المكشوف ، أو العكس . كل ذلك بشرط أن يكون سعر السهم فى صفقة الشراء وصفقة البيع على المكشوف متساوى ، وبشرط أن تتضمن الصفقتين نفس عدد الأسهم . كما يشترط تساوى السعر وعدد الأسهم عند تصفية الاستثمار (أى بيع الأسهم) وتصفية حساب البيع على المكشوف . وهو ما يوضحه شكل « حـ » ففى حالة إرتفاع القيمة السوقية للسهم إلى ٤٠ جنيه تكون الأرباح الناجمة عن بيع الأسهم المملوكة مساوياً للخسائر الناجمة عن البيع على المكشوف (الربح = الخسارة = ١٠ جنيه للسهم) . أما إذا انخفضت الأسعار إلى ٢٠ جنيه حينئذ تكون خسائر بيع الأسهم المملوكة مساوية للربح الناجم عن البيع على المكشوف (الخسارة = الربح = ١٠ جنيهات للسهم) .

تابع شكل ٤ــ٣

"جـ"

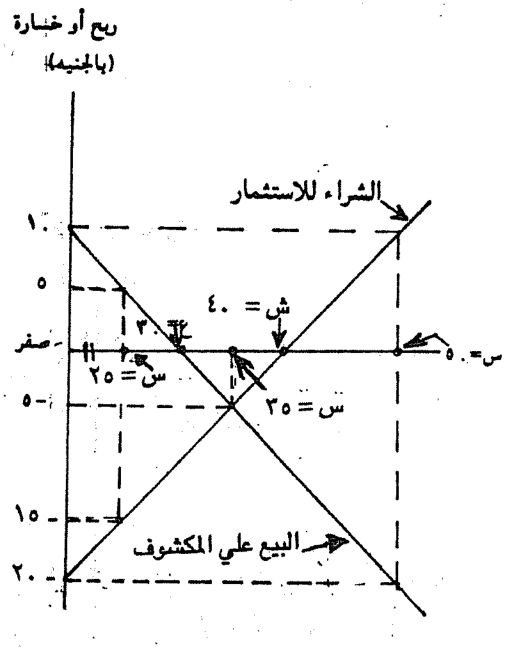
الشراء والبيع معا

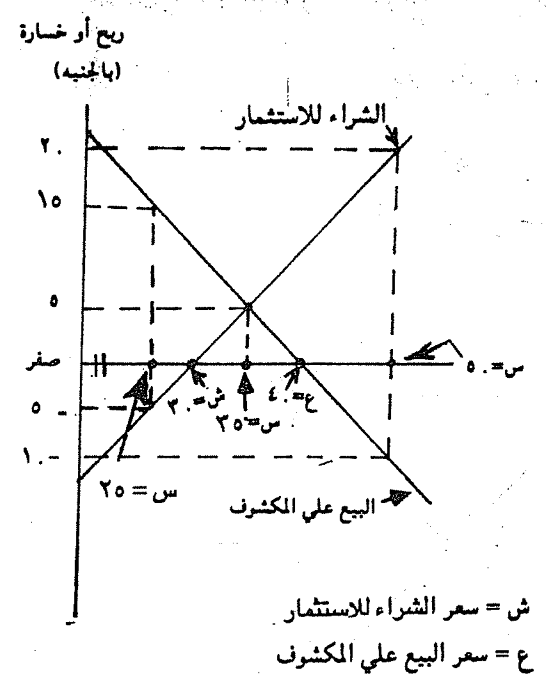
التغطية غير الكاملة :

فى التغطية الكاملة لابد من توافر شرطين : الشرط الأول هو تساوى عدد الأسهم المشتراه مع عدد الأسهم المباعة على المكشوف . أما الشرط الثانى فهو أن يتم الشراء والبيع على المكشوف بذات السعر . وإذا لم يتوفر أحد هذين الشرطين تصبح التغطية غير كاملة Imperfect Hedge . ويصور شكل ٤ ـــ ٤ التغطية غير الكاملة بسبب السعر (الشرط الثانى) ، وذلك طالما لا يمكن تصوير أثر التباين فى عدد الأسهم (الشرط الأول) بيانياً (Francis, 1986, PP. 597-598) .

شكل ٤ ـــ ٤

التغطية غير الكاملة





ش = سعر الشراء للاستثمار

ع = سعر البيع علي المكشوف

س = سعر السهم في السوق

من شكل ٤ ــ ٤ يمكن ملاحظة أنه عندما تكون التغطية غير كاملة ، وسعر البيع على المكشوف أقل من سعر شراء السهم (شكل ٤ ــ ٤ أ) تكون النتيجة تعرض المستثمر لخسائر محددة تقدر بالفرق بين سعر السهم فى صفقة البيع على المكشوف وبين سعر شراء السهم ، وذلك مهما كانت القيمة السوقية للسهم . فلو أن سعر شراء السهم ٤٠ جنيه وسعر السهم فى صفقة البيع على المكشوف ٣٠ جنيه ، ثم إرتفع سعر السهم إلى ٥٠ جنيه تتولد أرباح عن بيع الأسهم المملوكة بمعدل ١٠ جنيه للسهم ، بينما يمنى المستثمر بخسائر نتيجة البيع على المكشوف قدرها ٢٠ جنيه للسهم . كذلك إذا انخفض السعر إلى ٣٥ جنيه للسهم يترتب على بيع الأسهم المملوكة خسائر قدرها ٥ جنيه للسهم كما يتولد عن البيع على المكشوف خسائر تساوى أيضاً ٥ جنيه للسهم . أما إذا أصبح سعر السوق ٢٥ جنيه حينئذ يترتب على بيع الأسهم المملوكة خسائر قدرها ١٥ جنيه للسهم ، بينما تتولد أرباح عن البيع على المكشوف قدرها ٥ جنيه للسهم . باختصار هناك خسائر على الدوام ــ فى ظل هذه الظروف ــ قيمتها عشرة جنيهات ، وهى ذاتها قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وسعر التعاقد فى صفقة البيع على المكشوف (٣٠ ــ ٤٠ = ــ ١٠ جنيه) .

وهنا قد يتساءل القارىء ــ ويكون تساؤله فى محله ــ عن جدوى التغطية غير الكاملة على النحو المشار إليه ، طالما أن المستثمر سوف يمنى دائماً بالخسارة . ورغم وجاهة التساؤل فإن الإجابة عليه سهلة يسيره ، وتكمن فى محاولة المستثمر الحد من الخسارة . فلو لم تبرم صفقة البيع على المكشوف وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أدنى من سعر التعاقد فى صفقة البيع على المكشوف ، فإن خسائر المستثمر سوف تزيد . فلو انخفض السعر إلى ٢٥ جنيه فإنه فى غياب البيع على المكشوف يمنى المستثمر بخسائر قدرها ١٥ جنيه للسهم . وإذا ما انخفض السعر إلى ١٥ جنيه للسهم ترتفع خسائر السهم الواحد إلى ٢٥ جنيه ... وهكذا . أما إذا ما صاحب صفقة الشراء صفقة بيع على المكشوف ، فإن الخسائر تظل محدودة بالفرق بين سعر السهم فى صفقة البيع على المكشوف وسعره فى صفقة الشراء أى ١٠ جنيه للسهم الواحد .

وعلى العكس من ذلك إذا كان سعر شراء السهم أقل من سعره فى صفقة البيع على المكشوف ، فسوف يحقق المستثمر فى ظل التغطية غير الكاملة أرباحاً محددة بالفرق بين السعرين ، وهو ما يوضحه شكل ٤ ــ ٤ ب . فلو أن سعر شراء السهم ٣٠ جنيه وسعره فى صفقة البيع على المكشوف ٤٠ جنيه ، وارتفعت القيمة السوقية للسهم فى السوق إلى ٥٠ جنيه حينئذ : تتولد مكاسب عن بيع الأسهم المملوكة قدرها ٢٠ جنيه للسهم ، مقابل خسائر فى صفقة البيع على المكشوف قدرها ١٠ جنيه للسهم لتكون النتيجة ربحاً قدره ١٠ جنيه للسهم (٢٠ ــ ١٠ = ١٠ جنيه) . وعند سعر ٣٥ جنيه للسهم سوف تتحقق مكاسب من كل من صفقة الشراء والبيع على المكشوف قدرها ٥ جنيه . أما إذا انخفضت القيمة السوقية إلى ٢٥ جنيه للسهم حينئذ : يتحقق عن بيع الأسهم المملوكة خسائر قدرها ٥ جنيه للسهم ، ومكاسب من صفقة البيع على المكشوف قدرها ١٥ جنيه للسهم ، لتكون النتيجة أرباحاً صافية قدرها ١٠ جنيه للسهم (٥ + ٥ = ١٠ جنيه) . ولعل القارىء قد لاحظ أن الأرباح المتولدة عن السهم . تعادل تماماً الفرق بين سعر السهم فى صفقة البيع على المكشوف وبين سعر السهم فى صفقة الشراء (٤٠ ــ ٣٠ = ١٠ جنيه) .

حـ ــ أغراض المراجحة :

يقصد بالمراجحة أو الموازنة Arbitrage إغتنام فرصة وجود فروق فى الأسعار لورقة مالية ما فى سوقين مختلفين ، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض ، وبيعها فى نفس الوقت على المكشوف فى السوق الآخر الذى تباع فيه الورقة بسعر مرتفع (Geisst, 1989, P. 17; Francis, 1986, P. 599) وتحقيق الأرباح من وراء ذلك . ومن غير المتوقع أن تسفر عملية المراجحة عن تساوى سعر الورقة فى السوقين ، وذلك بسبب الضريبة وتكلفة المعاملات ، التى سنعرض لها فى القسم التالى .

د ــ تيسير تسليم الأوراق المالية :

كذلك يمكن استخدام البيع على المكشوف كأداة لتيسير تسليم الأوراق المالية . فلو أن المستثمر فى أجازة يقضيها بمكان بعيد عن الخزينة التى يحتفظ فيها

بمحتويات محفظة الأوراق المالية الخاصة به ، فى الوقت الذى كانت فيه الأسعار فى السوق مشجعة لإصدار أمر بيع ، فإنه يمكنه تحقيق بغيته دون حاجة إلى قطع أجازته . يتم ذلك بإصدار أمر إلى السمسار بالبيع على المكشوف لعدد من الأوراق المالية مساوياً للأوراق التى يملكها ويرغب فى بيعها . وبمجرد انتهاء الأجازة يقوم بتسليم الأسهم للمقرض واقفال حساب الصفقة (Fischer & Jordan, 1987, P. 49) .

وكما يبدو فإن البيع على المكشوف يعد من أكثر الأنشطة تعقيداً فى مجال البورصات ، وأن نجاح استخدامه مرهون بقدرة القائم به على متابعة ظروف السوق ، وقدرته على استخدام أوامر الايقاف بشكل يمكنه من الحد من الخسارة أو تجنب ضياع هامش الربح (Radcliffe, 1982, P. 70) .

تكلفة تنفيذ الأوامر :

ينطوى تنفيذ الأوامر على نوعين من التكاليف : تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة . وبالنسبة للتكاليف المباشرة فتشتمل على تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف أخرى .

تكاليف المعاملات :

تكاليف المعاملات Transaction Costs هى تكاليف مباشرة تعادل ٤٪ من قيمة الورقة المالية تقريباً ، ومن أهم عناصرها عمولة السمسرة ، والربح الذى يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذى يتمثل فى الفرق بين السعر الذى اشترى به الورقة ، والسعر الذى يبيعه بها Bid-Ask Spread والذى يطلق عليه الهامش أو المدى . كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضاً الخصم على السعر Price Concession الذى يمنحه المشترى للبائع ، والضريبة ، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها (Amihud & Mendelson, 1988, P. 6) . وبالنسبة لعمولة السمسرة فإنها تتحدد بالتفاوض مع السمسار ، وذلك على النحو الذى سنشير الإشارة إليه فى الفصل السادس عشر . أما مقدار الخصم الذى يقدمه المشترى ، والذى يمثل جزء من تكلفة المعاملات ، فيتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق ومنها ما يتعلق بظروف المستثمر .

أما الضرائب التى يتحملها المستثمر فهى تلك التى تفرضها الحكومة المحلية . أما الحكومة الفيدرالية فلا تفرض ضرائب على المعاملات . ففى ولاية نيويورك مثلاً تفرض ضريبة محلية على نقل ملكية الأسهم Transfer Taxes قدرها ٥ سنت على السهم الواحد ، يتحملها البائع . وإلى جانب الضريبة المحلية ، تفرض لجنة الأوراق المالية والبورصة رسماً قدره سنتاً واحداً على كل ٥٠٠ دولار من الصفقة يتحملها البائع أيضاً . مع ملاحظة أنه لو كانت قيمة الصفقة أكثر من ٥٠٠ دولار وأقل من ١٠٠٠ دولار يدفع البائع رسمياً قدره ٢ سنت (Fischer & Jordan, 1987, P. 65) . يتبقى بعد ذلك هامش الربح أو المدى Spread الذى يحققه صانع السوق (المتخصص أو التاجر) ، والذى يمثل جزءاً من تكلفة المعاملات .

كما سبقت الإشارة فى الفصل الثالث ، يتلخص دور صناع السوق فى القيام بدور الوسيط بين مستثمرين يرغبون فى شراء سهم ما على وجه السرعة ودون انتظار ، ومستثمرين آخرين يرغبون فى بيع ذلك السهم على وجه السرعة ودون انتظار أيضاً . ونظراً للتباين المحتمل فى توقيت رغبة الطرفين ، فإن على صانع السوق أن يحتفظ بمخزون كاف من ذلك السهم ، انتظاراً للمشترى الذى يرغب فى شرائه . أما ثمن الانتظار فيتمثل فى تكلفة الاحتفاظ بذلك المخزون Carrying Inventory والذى يضاف إلى سعر الشراء ، ليمثل المدى أو هامش الربح الذى يحققه صانع السوق من وراء الاتجار فى ذلك السهم (Mann & Seijas, 1991, P. 54) . وبالطبع يدخل ضمن تلك التكاليف العائد الذى يطلبه صانع السوق مقابل المخاطر التى يتعرض لها ، بسبب عدم امكانية تحقيق تنويع كفء فى الأوراق المالية التى يتجر فيها (Choi et al, 1988) أو نتيجة لاحتمال ارتفاع أسعار الفائدة مما قد يترتب عليه انخفاض فى القيمة السوقية لما لديه من مخزون (Mann & Seijas, 1991) أو لغير ذلك من عوامل .

كما تتضمن تلك التكاليف كذلك ما يسمى بتكاليف نقص المعلومات Asymmetric Information لدى صناع السوق ، والتى يضيفونها أيضاً على السعر الذى يشترون به الورقة (Hegod & Miller, 1989, P. 175; Glosten & Milgrom, 1985; Copeland & Galia, 1983) . فصانع السوق يتعامل فى بعض

الأحيان مع مستثمرين لديهم معلومات قد لا تتاح له Inside Information .
وبسبب تلك المعلومات قد يستطيع المستثمر تحقيق أرباح على حساب التاجر الذى يتعامل معه . غير أنه نظراً لادراك التاجر لمشكلته ــ نقص المعلومات ــ فإنه عادة ما يزيد من اتساع فرق السعر Spread أى يضيف جزءاً آخر على السعر الذى يشترى به الورقة ، وذلك لحماية نفسه ضد تلك المخاطر .

التكاليف المباشرة الأخرى :

لا تمثل تكاليف المعاملات سوى جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر .
فإلى جانب تلك التكاليف هناك الزيادة السعرية فى قيمة الورقة داخل الكميات الكسرية ، والتى سبقت الاشارة إليها فى القسم الأول من هذا الفصل . وهناك كذلك الفوائد على الأموال التى تُقْتَرَضْ بغرض الاستثمار ، وأيضاً الفوائد التى يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدى التى عرض لها القسم السابق (Fischer & Jordan, 1987, P. 65) .

ولا يقتصر الأمر على ذلك إذ ينبغى أن يعطى المستثمر اهتماماً لتكاليف تأتى فيما بعد ، ونقصد بذلك الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد إضافة إلى الضرائب على الأرباح الرأسمالية . ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ، قد يكون عاملاً رئيسياً يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى .

فعندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من مثيله على التوزيعات ــ وهو ما تأخذ به التشريعات الضريبية فى بعض الدول ــ يجد كبار المستثمرين بغيتهم فى أسهم المنشآت التى لا تجرى توزيعات لأرباحها الصافية ، أو تجرى توزيعات لجزء ضئيل من تلك الأرباح . وذلك على أساس أن الأرباح غير الموزعة سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم ، فى صورة أرباح رأسمالية تدفع عنها ضريبة بمعدلات أقل ، بل قد لا تدفع عنها ضرائب ، إذا ما قرر حاملها عدم التصرف فيها بالبيع . أما صغار المستثمرين فقد لا يعطون اهتماماً يذكر لتفاوت معدلات الضريبة على النحو المشار إليه . فالعديد من هؤلاء المستثمرين يعتمدون على دخولهم من الأسهم التى يمتلكونها لتغطية

تكاليف المعيشة ، ومن ثم يكون من صالحهم توجيه استثماراتهم إلى أسهم المنشآت التى تجرى توزيعات لكل أو معظم الأرباح التى تحققها .

التكاليف غير المباشرة :

إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضاً التكاليف غير المباشرة والتى تتمثل فى عائد الفرصة البديلة أو الضائعة ، أى العائد الذى كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى . إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول فى تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها ، بل وتكلفة القلق الذى ينطوى عليه الاستثمار فى هذا المجال . هذا وينبغى أن يتنبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغيراً نسبياً ، فإن هناك احتمال بأن تفوق التكاليف (المباشرة وغير المباشرة) قيمة الهامش . وفى مثل هذه الحالة ينبغى أن يحجم المستثمر عن إبرام الصفقة .

إجراءات المعاملات وتصفية الحسابات :

لتوضيح كيفية تنفيذ المعاملات دعنا نفترض أن أحد العملاء قرر شراء كمية غير كسرية Round Lot من أسهم منشأة ما . فى هذه الحالة ما عليه إلا أن يتصل بالسمسار أو المدير التنفيذى لبيت السمسرة المسجل Registered Account Executive فى منطقته والذى يطلق عليه أحياناً بالممثل المسجل Registered Representative لسؤاله عن أسعار تلك الأسهم . وبمجرد اتمام الاتصال يقوم السمسار أو المدير التنفيذى بالحصول على المعلومات المطلوبة عن تلك الأسهم من خلال طرف الحاسوب Computer Terminal ، وعادة ما تتمثل تلك المعلومات فى السعر الحالى ، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم ، وسعر آخر صفقة أبرمت ، اضافة إلى أقصى سعر يمكن للمتخصص فى البورصة Specialist أن يشترى به السهم Bid Price وأدنى سعر يمكن أن يبيعه به Asked Price . وبالطبع يتم ابلاغ العميل بتلك المعلومات ، والتى على أساسها سوف يتخذ القرار (Huang & Randall, 1987, P. 34; Fischer & Jordan, 1987, P. 42) .

وإذا ما كانت الأسعار مشجعة حينئذ يتوقع أن يصدر المستثمر الأمر

للسمسار أو المدير التنفيذى ، الذى يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة . وتتضمن تلك المعلومات كافة بيانات الأمر ، إضافة إلى الرمز المحدد للسهم Stock Symbole المطلوب التعامل عليه[٨] (French, 1989, P. 59; Huang & Randall, 1987, P. 34) . وبمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم ابلاغه للادارة التجارية لبيت السمسرة Firm Trading Department ، والتى يطلق عليها أحياناً ادارة الأوامر Order Department حيث تحدد ما إذا كان السهم يتعامل عليه فى إحدى البورصات ، أو لدى أحد بيوت السمسرة فى السوق غير المنظمة (French, 1989, P. 59; Radcliffe, 1982, P. 64) .

وإذا كان السهم يتعامل عليه فى احدى البورصات تقوم الادارة التجارية بابلاغ الأمر إلى مقر البورصة . وفى بورصة نيويورك يتم الابلاغ من خلال النظام الالكترونى المعمول به DOT ــ الذى سنشير إليه فى الفصل السادس عشر ــ والذى يسمح لبيوت السمسرة المشتركة فيه ، بابلاغ أوامر السوق والأوامر المحددة مباشرة إلى المكان الذى يجرى فيه التعامل على الأوراق المالية Trading Posts ، أو إلى المقر المخصص لممثل بيت السمسرة فى البورصة (Huang & Randall, 1987, P. 34) . وإذا لم يكن بيت السمسرة مشاركاً فى النظام الالكترونى ، أو أن التعامل يتم فى بورصة أخرى ليس فيها مثل هذا النظام ، يتم الاتصال تليفونياً بالمقر المخصص لبيت السمسرة فى البورصة المعنية (Fischer & Jordan, 1987, P. 42) .

وبمجرد وصول الأمر إلى المقر المذكور ، يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل Commission Broker وابلاغه بوصول أمر (Fischer & Jordan, 1987, P. 42; Radcliffe, 1982, P. 64) وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك فى صالة البورصة . وعلى الفور يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين بالبورصة بالذهاب إلى الكاتب لاستلام الأمر . ثم يقوم ــ بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة ــ بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذى يتعامل فى تلك الأسهم (French, 1989, P. 59;

---

(٨) يعطى لأسهم كل منشأة رمزاً خاص فمثلاً أسهم شركة International Business Machine تأخذ رمز IBM ، وأسهم شركة Exxon تأخذ رمز Xon .

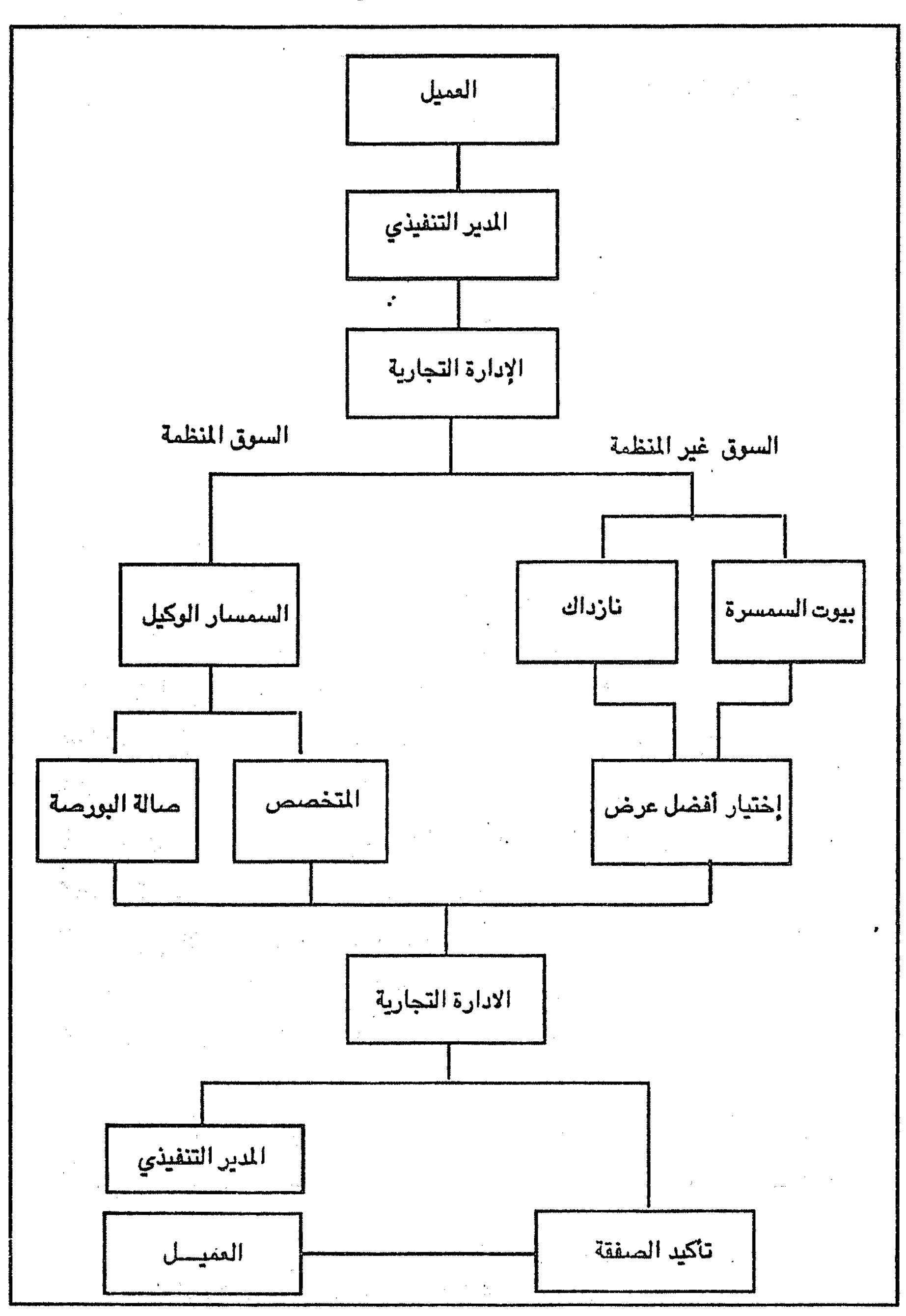
هذا وإذا Huang & Randall, 1987, P. 34; Fischer & Jordan, 1987, P. 42) كان الأمر كسرى Odd-Lot فقد يتم تنفيذه من خلال تجار الكميات الكسرية Odd-Lot Dealers داخل البورصة (Huang & Randall, 1987, PP. 34-35) .

ويمكن أن يأخذ تنفيذ الصفقة مساراً آخر ، إذ ربما يجد السمسار الوكيل الذى يحمل أمر الشراء سمسار وكيل آخر يحمل أمر بيع لذات الأسهم Face-to-Face Transactions . وفى بورصة نيويورك يوجد مكان مخصص ليلتقى الطرفين للتفاوض Double-auction Process والوصول إلى سعر مرضى لكل منهما (Fischer & Jordan, 1987, PP. 42-43) . وغنى عن البيان أن اتمام الصفقة على هذا النحو يكون عند سعر أفضل للطرفين ، وذلك بالمقارنة بالسعر الذى كان يمكن لكل منهما أن يحصل عليه من المتخصص ، الذى عادة ما يحقق لنفسه هامش ربح يتمثل فى الفرق بين السعر الذى يشترى به والسعر الذى يبيع به .

هذا وبمجرد تنفيذ الأمر بأى طريقة من الطرق السابقة يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه مباشرة إلى الادارة التجارية بنفس الطريقة التى استلمه بها ، والتى ترسل بدورها نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذى المحلى Registered Account Execative الذى استلم الأمر من البداية ، لكى يبلغه إلى العميل . كما ترسل الادارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل ذاته للتأكيد Confirmation على تنفيذ الأمر (Radcliffe, 1982, PP. 64-66) .

كل هذا كان بشأن الأسهم المسجلة باحدى البورصات ، اما إذا كان السهم مسجلا بالأسواق غير المنظمة حينئذ يتم اجراء الصفقة من خلال اتصال الادارة التجارية ببيوت السمسرة التى تتعامل فى ذلك السهم ، أو قد يتم ذلك من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام الالكترونى للمعلومات لتلك الأسواق الذى يطلق عليه نازداك NASDAQ Terminal ، وبالوقوف على الأسعار من أكثر من مصدر يمكن للادارة التجارية ابرام الصفقة عند أفضل سعر ممكن (French, 1989, P. 59) . وبمجرد اتمام الصفقة تقوم الادارة التجارية بابلاغ المدير التنفيذى المحلى لتكتمل الدورة على ذات النحو الذى سبقت الإشارة إليه . ويصور شكل ٤ ـــ ٥ خطوات تنفيذ الأوامر .

شكل ٤ ـ ٥
إجراءات تنفيذ الأوامر



وإلى هنا لم تنتهى الجوانب المختلفة للصفقة ، إذ ينبغى تسوية الصفقة أى تسليم الأوراق واستلام النقود ، وهو ما ينبغى أن يتم خلال خمسة أيام عمل ، تحسب منذ تنفيذ الأمر على النحو الذى سبقت الإشارة إليه عند تناول البيع على المكشوف(٩) . وفى اليوم الذى تتم فيه التسوية Settlment day يقوم المشترى بتسليم السمسار قيمة الصفقة مضافاً إليها قيمة العمولة والرسوم الإضافية التى سبقت الإشارة إليها فى القسم السابق ، على أن يقوم السمسار فى نفس اليوم بتصفية حساب العملية مع المتخصص الذى باع له الأوراق . وبذلك يصبح المشترى هو المالك القانونى للأوراق محل الصفقة . هذا وفى حالة الشراء النقدى Cash Contract تتم انتقال الملكية وتسليم النقود فى ذات اليوم الذى نفذ فيه الأمر Trading Date .

وبالنسبة لشهادات ملكية الأسهم Stock Sertificates فللمشترى الحق أن يتسلمها أو يحتفظ بها فى خزينة السمسار ، وقد لا تنتقل شهادة الملكية باسم المشترى بل باسم بيت السمسرة Street Name الذى يتعامل معه . وفى الحالة الأخيرة يتسلم المشترى اقرار شهرى من بيت السمسرة يؤكد ملكيته للأسهم (Radcliffe, 1982, PP. 64-66) . وفى هذا بعض المزايا للمستثمر . فالأوراق المالية تحفظ فى مكان أمين على أساس أنه عادة ما تؤمن بيوت السمسرة على خزائنها . وفى الولايات المتحدة توجد مؤسسة متخصصة فى هذا النوع من التأمين ، كما سيشار إلى ذلك فى الفصل الخامس . كذلك فإن تسجيل الأوراق باسم بيت السمسرة يعنى قيامه بالخدمة التى تتطلبها تلك الأوراق ومن بينها تحصيل توزيعات الأسهم أو فوائد السندات . ومن ناحية أخرى يفضل بعض المستثمرين أن تكون ملكية الأسهم بأسمائهم . ذلك أن المنشأة المصدرة للأسهم لا ترسل تقاريرها المالية إلا للشخص المسجل السهم بإسمه ، كما أن حق التصويت لا يكون إلا لهذا الشخص (French, 1989, P. 38) .

هذا عن الأوراق التى يتم تنفيذها عن طريق المتخصصين أو تجار الكميات الكسرية ، أما إذا تم التنفيذ من خلال بيوت السمسرة ذاتها أى عندما يقوم

(٩) تسرى هذه الفترة على الأسهم والسندات ، أما بالنسبة للاختبار يكون تاريخ التنفيذ هو اليوم التالى لابرام الصفقة (Fischer & Jordan, 1987, P. 54) .

أحد البيوت بشراء (أو بيع) أوراق مالية من بيت سمسرة آخر Face-to-Face Transaction سواء فى البورصة أو فى السوق غير المنظمة ، فإن تسوية الحسابات تأخذ احدى الصور الآتية (Radcliffe, 1982, PP. 66-67) التسليم المباشر أى تبادل النقود والأوراق المالية بين الطرفين Opposite Side Firm وهو أسلوب شائع وأن كان مكلفاً ويستغرق وقتاً طويلاً نسبياً . وقد تفضل بيوت السمسرة الصغيرة أسلوباً آخر أى الاستعانة بخدمة بيوت السمسرة الكبيرة Associated Firm ، التى تقوم نيابة عنها بتصفية حساباتها مع بيوت السمسرة الأخرى ، وتسلمها أو تستلم منها الرصيد النهائى من النقدية والأوراق المالية ، عن كافة عملياتها خلال فترة معينة .

وهناك أسلوب ثالث تعهد فيه عملية تسوية الحسابات إلى مؤسسة قومية متخصصة . وفى الولايات المتحدة توجد المؤسسة القومية لتسوية المعاملات فى الأوراق المالية National Securities Clearing Corporation التى تقدم خدمتها لبيوت السمسرة التى تتعامل مع بورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، وبيوت السمسرة الأعضاء فى الاتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية . وتمسك تلك المؤسسة حساب لكل بيت سمسرة لتحديد رصيده الدائن أو المدين مع بيوت السمسرة الأخرى الأعضاء فى تلك المؤسسة ، وما على بيت السمسرة إلا أن يسلم رصيده المدين من النقود أو الأوراق المالية إلى تلك المؤسسة . وإذا كان رصيده دائن فيستلم ما له من نقدية أو أوراق مالية .

وهناك أسلوب رابع معمول به فى الولايات المتحدة أيضاً تتم فيه التسوية من خلال الشركة المؤتمنة للايداع Depository Trust Company (DTC) وهى مملوكة لبورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، والاتحاد الوطنى المشار إليه . ووفقاً لهذا الأسلوب يقوم التاجر أو بيت السمسرة العضو بايداع كمية كبيرة من شهادات ملكية الأسهم المسجلة باسم البيت ، وذلك لأكثر الأوراق المالية تداولاً . وتمثل تلك الشهادات الرصيد الدائن لحساب العضو . على أن تتم الاضافة والخصم من الحساب وفقاً لطبيعة الصفقة . وكما يبدو فإن هذه الطريقة تنطوى على أقل قدر من مرات التداول لشهادات ملكية الأوراق المالية .

ولضمان حسن سير وجدية الصفقات فقد صدرت فى الولايات المتحدة

تشريعات من البنك المركزى ولجنة البورصة والأوراق المالية تتيح الفرصة لانشاء مؤسسات تراقب تنفيذ وتسوية الصفقات ، كما تسهم فى تبسيط الاجراءات التى تنطوى عليها . ويتم العمل فى هذا الشأن على مرحلتين (Fischer & Jordan, 1987, P. 54) . المرحلة الأولى وهى المقارنة Comparison وتقوم بها فى الولايات المتحدة مؤسسات متخصصة ، أكبرها المؤسسة القومية لتسوية المعاملات فى الأوراق المالية التى سبقت الاشارة إليها . حيث تتولى فى الأربعة أيام الأولى (من الخمسة أيام التى ينبغى أن تنهى فيها متعلقات الصفقة) مقارنة التقارير المرسلة من السماسرة المشاركين فى العملية . وفى حالة اكتشاف تباين فى المعلومات ترسل إليهم مذكرة بذلك ، وعادة ما يتم ذلك من خلال أطراف الحاسوب .

أما المرحلة الثانية وهى التسوية Settlement فتتمثل فى تسجيل العملية فى الدفتر أو الملف المخصص لذلك ، والمحتفظ به فى الحاسوب Computer Book Entry . وقد أتاح هذا الدفتر فرصة لتلبية رغبة لبيوت السمسرة والمؤسسات المالية بأن تتم التسوية دون تسليم فعلى لشهادة الملكية ، وأن يكتفى بحفظها لدى جهة مؤتمنة . وبالنسبة للتعاملات فى بورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، والسوق غير المنظمة يحتفظ بالشهادات لدى الشركة المؤتمنة (DTC) التى سبقت الإشارة إليها ، والتى تعد أكبر المؤسسات التى تعمل فى هذا المجال هناك .

الخلاصــــة :

يتفاوت حجم أوامر الشراء والبيع التى تعقد فى أسواق رأس المال ، غير أنه يمكن تقسيمها إلى الأوامر غير الكسرية ، والأوامر الكسرية التى تعد أكثر تكلفة من سابقتها . هذا وتصدر الأوامر فى عدة صور . أوامر ترتكز على تحديد سعر التنفيذ ، وأخرى ترتكز على وقت التنفيذ ، وثالثة تجمع بين السعر وبين وقت التنفيذ ، هذا إلى جانب الأوامر الخاصة . أما تقسيم الأوامر من وجهة نظر سداد القيمة فيوجد الأمر النقدى الكامل ، والأمر النقدى الجزئى . ويقوم الأمر النقدى الجزئى على فكرة الرفع المالى حيث يتم تمويل جزء من الأمر

بأموال مقترضة ، وهو ما يسهم فى زيادة العائد غير أنه يسهم أيضاً زيادة فى المخاطر . ومن صور الأمر النقدى الجزئى : التمويل النقدى الجزئى للمشتريات ، والبيع على المكشوف . هذا وعادة ما تسير إجراءات تنفيذ وتصفية متعلقات الأمر فى خطوات تضمن اليسر والسهولة فى التنفيذ ، كما تتيح احكام الرقابة على المعاملات .

الفصل الخامس
ضبط التعامل فى أسواق رأس المال

بدأ الباب الثانى الذى خصص لهيكل أسواق رأس المال الفورية بتناول تنظيم وإدارة تلك الأسواق وذلك فى الفصل الثالث ، ثم جاء الفصل الرابع الذى ركز الاهتمام على قواعد واجراءات التعامل . وفى هذا الفصل نتناول ضبط التعامل فى الأوراق المالية ، بما يحقق الكفاءة المنشودة فى أداء الأسواق التى تتداول بها تلك الأوراق ، وسوف يتم ذلك فى أربعة أقسام : فى القسم الأول نعرض للكساد العظيم وكيف أنه كشف عن ضرورة إحكام الرقابة على التعامل فى الأوراق المالية ، وفى القسم الثانى نتناول صوراً من الممارسات غير الأخلاقية التى يعتقد فى أنها كانت السبب فى حدوث الكساد . يتبعه القسم الثالث الذى يخصص للتشريعات التى صدرت بهدف ضبط التعامل فى أسواق رأس المال . وأخيراً نتناول فى القسم الرابع بعض تصرفات كبار المستثمرين التى لم تتناولها التشريعات ، رغم أنها قد تمثل نوعاً من الممارسات غير الأخلاقية .

وكما هو الحال فى الفصول السابقة سوف ينصرف الاهتمام إلى الأسواق الأمريكية ، التى توصف بأنها أكفأ الأسواق فى العالم بأسره (Francis, 1986, P. 83) وذلك على أمل أن تسهم محتويات هذا الفصل فى مساعدة القائمين على شئون أسواق المال العربية ، على وضع التشريعات الملائمة لمواجهة أساليب الانحراف التى كشفت عنها خبرات الآخرين . وبالطبع قد تكون هناك مجالات أخرى محتملة للانحراف ناجمة عن ظروف البيئة المحلية ، وتحتاج إلى تشريعات أخرى لمواجهتها .

الكساد العظيم والحاجة إلى تشريعات لضبط التعامل :

فى ٣ سبتمبر من عام ١٩٢٩ أقفل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average (DJIA) عند ٣٨١ نقطة[1] . وفى ٢ أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل ٤٩ نقطة ، صحبه انخفاض آخر فى اليوم

(١) سيعرض الفصل السابع للمؤشر المذكور بشىء من التفصيل .

التالى قدره ٤٣ نقطة معلناً بداية حدوث الكساد العظيم Great Recession or Great Crash . وفى ٢٣ أكتوبر سجل المؤشر ٣٠٦ نقطة ، بما يعنى انخفاضاً بلغت نسبته ٢٠٪ بالمقارنة بما كان عليه الحال فى ٣ سبتمبر أى فى أقل من شهرين . واستمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ٣ سنوات ، حيث أقفل المؤشر فى ٨ يوليو من عام ١٩٣٢ عند ٤١ نقطة فقط . وهذا يعنى أن المؤشر وصل إلى حوالى ١١٪ مما كان عليه فى ٣ سبتمبر من عام ١٩٢٩ .

وخلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات وانتشرت البطالة ، فانخفض الطلب على السلع والخدمات وانخفضت معها أسعارها . كذلك فشل المدينين فى الوفاء بما عليهم من التزامات ، فأحجم المقرضون عن تقديم الائتمان وانخفض بالتالى حجم الاستثمار . وواجهت البنوك صعوبة فى تحصيل مستحقاتها ، ففشلت فى تلبية مسحوبات العملاء ، وأعلن افلاس الكثير منها . ففى الولايات المتحدة وحدها أعلن افلاس ٥٠٠٠ بنك ، وخسر المودعون ما يعادل ٣ بليون دولار ، حتى اضطر الرئيس روزفلت إلى اعلان إغلاق جميع البنوك وذلك اعتباراً من ٦ مارس من عام ١٩٣٣ ، ثم سمح للبنوك التى لديها قدراً من السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ (Francis, 1986, P. 98) .

وفى ذلك الوقت ثار التساؤل عن أيهما تسبب فى حدوث الآخر . هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذى تسبب فى حدوث الكساد العظيم ، أم أن الكساد العظيم هو الذى تسبب فى حدوث انخفاض فى أسعار الأوراق المالية ؟ ووقع اللوم فى النهاية على أسواق رأس المال ، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات فى تلك الأسواق يعتقد فى أنها كانت سبباً رئيسياً فى حدوث الأزمة (French, 1989, P. 66) .

فعلى سبيل المثال كشفت تلك التحقيقات عن أن نسبة هامش الأمان فى البيع النقدى الجزئى ــ الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع ــ كانت حوالى ١٠٪ . وفى ظل هذا الهامش الصغير يتوقع أن يترتب على انخفاض ضئيل فى القيمة السوقية للسهم محل الصفقة ، مطالبة العميل بزيادة مساهمته . وهذا

ما حدث مع بداية تدهور أسعار الأوراق المالية قبيل نهاية عام ١٩٢٩ . غير أن بعض المتعاملين لم تكن لديهم السيولة الكافية لزيادة مساهماتهم ، وأن البعض الآخر لم تكن لديهم الثقة فى استعادة السوق لتوازنه . ومن ثم فقد سعى العديد منهم إلى تصفية صفقات الشراء النقدى الجزئى ، وذلك ببيع الأوراق محل الصفقة ، الأمر الذى أدى إلى زيادة العرض وحدوث المزيد من التدهور فى الأسعار (French, 1989, PP. 67-68) .

يضاف إلى ذلك التأثير الذى أحدثه البيع على المكشوف ، الذى سبق أن تناوله الفصل الرابع . ذلك أن صفقات هذا النوع من البيوع كان يمكن أن تتم حتى فى حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط Down Tick and Zero Minus Tick . ومع بداية انخفاض الأسعار قبيل نهاية عام ١٩٢٩ سارع المضاربين وحتى المستثمرين الذين يرغبون فى التغطية Hedging إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف ، مما ساهم فى المزيد من تدهور الأسعار . وكما يبدو فإن الآثار السلبية التى تركها الشراء النقدى الجزئى ، والبيع على المكشوف ترجع فى الأساس إلى قصور فى التشريعات أكثر مما ترجع إلى سوء النية .

غير أن هذا لم يكن المصدر الوحيد للتأثير الذى تركه سوق رأس المال على الاقتصاد العالمى . فلقد كشفت التحقيقات عن ممارسات غير أخلاقية إنطوت على غش وخداع وتضليل ، من قبل فئة من المتعاملين فى تلك الأسواق ، وساهمت بدور فعال فى تعميق الأزمة ، وذلك على النحو الذى سيعرض له القسم التالى .

الممارسات غير الأخلاقية فى أسواق رأس المال :

من أبرز صور الانحرافات التى إنتابت التعامل فى الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم هى : البيع المظهرى أو الصورى ، والشراء لغرض الاحتكار ، واستغلال السماسرة لثقة العملاء ، واتفاقيات التلاعب .

البيع الصورى أو المظهرى :

يقصد بالبيع الصورى أو المظهرى Wash Sale خلق تعامل مظهرى نشط على سهم ما ، فى الوقت الذى قد لا يوجد فيه تعامل فعلى يذكر على ذلك

السهم . ومن صور البيع المظهرى قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صورياً لإبنه أو أحد أفراد أسرته . ومن صوره كذلك قيام ذات الشخص بشراء وبيع ذات الورقة فى ذات اليوم ، لشخص يتفق معه على ذلك . وتتم العملية بأن يقوم المشترى باعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذى سبق أن اشتراها منه ، وذلك فى نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق . وكما يبدو فإن الهدف من البيع المظهرى هو ايهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية ، وأن تعاملاً نشطاً يجرى عليها . وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال ، بغرض تحقيق الربح .

فالمستثمر المخادع أو المحتال الذى يرغب فى شراء أسهم منشأة ما بأقل من السعر الجارى لها يمكنه — إذا كان سوقها غير نشط — أن يمارس البيع المظهرى وذلك بأن يشترى جزء من احتياجاته بالسعر الجارى ، ثم يعيد بيعه صورياً لأقاربه أو أصدقائه على النحو الذى سبقت الإشارة إليه ، أو أن يبيعه مباشرة لأكثر من بيت من بيوت السمسرة تحت أسماء بعض أقاربه أو أصدقائه . ولما كانت إحدى سمات أسواق رأس المال هو نشر المعلومات بشأن الصفقات التى تبرم ، فإن سلسلة من البيوع للأسهم المشار إليها من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض قيمتها السوقية ، بشكل يوحى للمتعاملين بتدهور حالة المنشأة المصدرة لها . وهنا قد يصاب بعض المستثمرين حسنى النية بالذعر ، مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكونه من هذه الأسهم ، الأمر الذى يترتب عليه مزيد من الهبوط فى الأسعار ، وحينئذ يدخل المستثمر المخادع مشترياً .

كذلك يمكن للمستثمر المخادع أن ينتهز فرصة ارتفاع فى القيمة السوقية لأسهم يمتلكها ، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها صورياً لهم بسعر أعلى من السعر الجارى ، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص فى نفس اليوم باعادة بيعها له . مثل هذه الملابسات من شأنها أن توحى بتزايد التعامل على تلك الأسهم ، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشراً على تحسن فى ظروف المنشأة المصدرة لها ، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها . والنتيجة مزيد من الارتفاع فى قيمتها السوقية ، فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويجنى الأرباح .

وإلى جانب امكانية استخدام البيع المظهرى لتحقيق المزيد من الأرباح ، فإنه يمكن أن يستخدم لأغراض ضريبية . يحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر الذى سبق أن اشتراها به ، محققاً خسائر دفترية تخصم من ايراداته قبل حساب الضريبة .

ولمواجهة هذا النوع من الغش والتدليس صدرت تشريعات تقضى باعتبار التلاعب فى الأسعار بصوره المختلفة ـــ ومن بينها البيع المظهرى ـــ جريمة يعاقب مرتكبها بالغرامة أو السجن أو هما معاً (Francis, 1986, P. 94) وهو ما سوف نعرض له تفصيلاً فى القسم الثالث من هذا الفصل .

الشراء بغرض الاحتكار :

ويقصد بالشراء لغرض الاحتكار Corner the Market قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما ، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار ، يُمَكِنَهُ فيما بعد من بيع الورقة للراغبين فى شرائها بالسعر الذى يراه . وفى بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكارى فى شراء الأسهم التى يبيعها الآخرون على المكشوف Short Corner حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية (French, 1989, P. 66) ويحقق ربحاً مضموناً .

ويعتبر النوع الأخير من الاحتكار قمة الاستغلال للمضاربين . فكما سبقت الإشارة فى الفصل الرابع ، يلتزم المضارب برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف فى أى وقت يقرره مقرض الأسهم . وفى ظل الاحتكار وارتفاع قيمتها السوقية قد يطلب المقرض أسهمه لبيعها ، وهنا يضطر المضارب إلى دخول السوق مشترياً ، وليس أمامه إلا قبول السعر الذى يحدده المحتكر . وللحد من مثل هذه الممارسات تنص التشريعات على اعتبار محاولات التأثير على الأسعار ضمن التصرفات التى يعاقب عليها القانون . إضافة إلى ذلك فقد صدر تشريع يقضى بالتزام المستثمر الذى يمتلك حصة تعادل ٥٪ أو أكثر من رأس مال منشأة ما ـــ وهى حصة كبيرة يمكن أن تكون نواة للشراء بغرض

الاحتكار ـــ بأن يقدم تقريراً فى كل مرة يطرأ فيها تغيير على تلك الحصة . (Gastineau & Jarrow, 1991, P. 46) .

استغلال ثقة العملاء :

يقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار تجاه أحد عملائه Churning وذلك بابرامه صفقات نيابة عنه ، أو تشجيعه على ابرام صفقات دون أن يكون فى ذلك مصلحة له . ولكن لماذا يفعل السمسار ذلك ؟ وكيف يقع المستثمر ضحية لمثل هذا النوع من الاحتيال ؟

السمسار يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التى يبرمها لعملائه ، سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة . وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة . باختصار يهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل . ويسهل على السمسار بالطبع ممارسة هذا النوع من الاحتيال ، عندما تكون أوامر العميل من النوع الذى يعطى للسمسار سلطة ابرام ما يراه من الصفقات Discretionary Orders وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع . وحتى لو لم تكن الأوامر من هذا النوع فإن السمسار يمكنه الاحتيال بطريق آخر ، وهو تزويد العميل بمعلومات مضللة Hot Tips يترتب عليها تشجيعه على ابرام صفقات بيع أو شراء . هذا وعلى الرغم من أن التشريعات تحرم هذا النوع من الممارسات غير الأخلاقية ، فإن الواقع قد كشف عن صعوبة اثباتها .

إتفاقيات التلاعب :

اتفاقيات التلاعب فى أسعار الأوراق المالية Pools تتم بواسطة شخصين أو أكثر ، وتستهدف أحداث تغييرات مفتعلة فى أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح . وقد تشتمل العضوية فى مثل هذه الاتفاقيات على سماسرة ، وعاملين فى بعض المنشآت التى لها أوراق مالية متداولة . كما قد يساهم بعض هؤلاء الأعضاء بالعمل بينما يساهم الآخرون برأس المال ، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من الاتفاقيات : إتفاقيات المتاجرة ، وإتفاقيات الاختيار .

ويقصد بإتفاقية المتاجرة Trading Pool تلك الاتفاقية التى بمقتضاها يسعى التنظيم لامتلاك أكبر قدر ممكن من الأسهم التى تصدرها منشأة ما ، وذلك من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة المنشأة المعنية ، أو من خلال قيام السماسرة الأعضاء باستغلال ثقة عملائهم Churning والايعاز إليهم بالتخلص من تلك الورقة . وفى ظل هذا المناخ الذى يتسم بزيادة العرض يتوقع أن تتجه القيمة السوقية للسهم نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن ، وحينئذ يسعى التنظيم إلى شرائها فى سرية وهدوء ودون ضوضاء .

وبعد امتلاك جميع الأسهم المتداولة أو معظمها ، يبدأ أعضاء التنظيم من العاملين بالمنشأة صاحبة الشأن فى نشر معلومات عن تحسن ملحوظ فى أدائها ، كما يسعى الأعضاء من السماسرة فى نفس الوقت على حث عملائهم على شراء تلك الأسهم . وكنتيجة لهذه الجهود المكثفة يزداد الطلب وتبدأ القيمة السوقية للسهم فى الارتفاع ، فيسارع أعضاء التنظيم فى إجراء المزيد من عمليات البيع الصورى أو المظهرى Wash Sales حتى يسود الاعتقاد بين المتعاملين على أن هناك تعامل نشط على تلك الأسهم . بل وقد يسعى التنظيم إلى رشوة بعض العاملين فى وسائل الإعلام ، لنشر أخبار الحركة النشطة على تلك الأسهم ، مما يؤدى إلى المزيد والمزيد من التحسن فى قيمتها السوقية .

وعندما تصل القيمة السوقية للسهم إلى أقصاها يسعى التنظيم إلى التخلص مما يملكه من تلك الأسهم ، بنفس الهدوء والسرية التى اشتراها بها ، وبشكل لا يترك أثراً عكسياً على السعر حتى يتم التخلص مما تبقى من تلك الأسهم . وبالطبع لا تخرج تلك الممارسات عن كونها محاولة لتحقيق أرباح لأعضاء التنظيم على حساب مستثمرين حسنى النية ، وذلك بالنصب والاحتيال . أما أرباح التنظيم فقد لا تقتصر على الفرق بين السعر المرتفع الذى بيعت بها الأسهم والسعر المنخفض الذى سبق أن اشتريت به ، بل يمكن لأعضاء التنظيم ممارسة البيع على المكشوف فى المراحل الأولى عندما تكون الأسعار فى طريقها إلى الانخفاض ، ثم تصفية الصفقة عندما يصل الانخفاض إلى أقصاه[٢] .

---

(٢) قبل عام ١٩٣٤ كان من الممكن ابرام صفقات البيع على المكشوف ، حتى لو كانت الأسعار متجهة نحو الانخفاض ، كما سبقت الإشارة .

أما اتفاقية الاختيار Pool Option فعادة ما تتضمن عضويتها بعض أعضاء مجلس ادارة المنشأة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية . ويتمثل دورهم فى المساعدة على ابرام صفقة اختيار بين التنظيم والمنشأة ، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق فى شراء كمية كبيرة من أسهم المنشأة مستقبلاً ــ إذا رغب ــ وذلك بالسعر الجارى للسهم وقت إبرام الصفقة ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى عند تناول صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة Warrants .

ومن خلال المعلومات المضللة عن مستقبل مزدهر للمنشأة ، إضافة إلى استغلال السماسرة الأعضاء لثقة عملائهم تأخذ القيمة السوقية للسهم فى الارتفاع ، فيسارع التنظيم فى ممارسة سلسلة من البيوع المظهرية بأسعار أعلى مما يؤدى إلى ارتفاع مضطرد فى سعر السهم حتى يصل إلى أقصاه . وهنا يسارع التنظيم فى تنفيذ حق الاختيار ، حيث يقوم بشراء الأسهم من المنشأة بالسعر المتفق عليه ، ثم يقوم ببيعها بالسعر السائد محققاً أرباحاً طائلة .

وكما يبدو فإن الضحية لهذا النوع من الاتفاقيات فى النهاية هم حملة الأسهم من غير الأعضاء فى التنظيم ، ذلك أن طرح المزيد من الأسهم ــ فى ظل هذه الظروف ــ من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض فى ربحية السهم ، وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية ، وذلك عندما يتضح للمتعاملين أن التوقعات بشأن المستقبل المزدهر للمنشأة لم يكن لها أساس .

ويكشف تقرير الكونجرس الأمريكى رقم ١٤٥٥ فى صفحة ٦٣ ، عن حجم الأرباح التى تحققت فى احدى اتفاقيات الاختيار عام ١٩٢٩ ، والتى إجريت على أسهم إحدى شركات البترول (Francis, 1986, P. 97) فلقد قام التنظيم صاحب الشأن بابرام اتفاقية اختيار مع المنشأة المعنية ، يعطيه الحق فى شراء ١,١٣ مليون سهم بالسعر الجارى وقدره ٣٠ دولار للسهم . ولم يكتفى التنظيم بذلك بل قام فى نفس الوقت بشراء ٦٣٤ ألف سهم من السوق ، وهى كمية هائلة ترتب عليها ارتفاع القيمة السوقية للسهم حتى وصلت إلى ٤٠ دولار . وحينئذ قام التنظيم بتنفيذ حق الاختيار أى حصل على ١,١٣ مليون سهم بسعر ٣٠ دولار للسهم ، ثم قام ببيعها هى والأسهم الأخرى ــ التى سبق أن اشتراها بهدف تحريك الأسعار ــ وذلك بالسعر الجارى أى بمبلغ ٤٠

دولار للسهم الواحد . ولم ينتهى الأمر عند هذا الحد بل قام التنظيم ببيع ٢٠٠ ألف سهم على المكشوف بالأسعار الجارية (٤٠ دولار للسهم) . وعندما اكتشف المتعاملين فى السوق أن الأنباء عن الازدهار المتوقع لم يكن لها أساس ، انخفضت الأسعار فقام التنظيم بتصفية صفقة البيع على المكشوف وحقق بذلك مزيداً من الأرباح .

وقد أسفرت تلك العمليات عن أرباحاً صافية بعد خصم كافة التكاليف ، بلغت قيمتها ١٢,٥ مليون دولار . منها ١٠ مليون دولار من بيع أسهم الاختيار: نصف مليون دولار من بيع الأسهم التى اشتريت بغرض تحريك الأسعار ، ٢ مليون دولار من صفقة البيع على المكشوف . وحتى يدرك القارىء مدى خطورة هذا النوع من التلاعب ، عليه أن يتذكر أن تلك الأرباح (١٢,٥ مليون دولار) هى بأسعار عام ١٩٢٩ ، وأنه تم تحقيقها خلال فترة وجيزة ، على حساب مستثمرين أبرياء .

تشريعات لتحقيق الانضباط :

عقب أحداث الكساد العظيم همت الحكومة الأمريكية فى اصدار سلسلة من التشريعات تستهدف التغلب على مظاهر الانحراف فى أسواق رأس المال التى كشفت عنها لجان الاستماع Public Hearing فى الكونجرس ، كما تستهدف كذلك سد ثغرات فى الأنظمة القائمة لحماية أسواق المال من ويلات جديدة . وفى مقدمة تلك التشريعات قانون البنوك ، وقانون الأوراق المالية ، وقانون بورصات الأوراق المالية ، وقانون مالونى للأسواق غير المنظمة ، إضافة إلى قوانين أخرى سنعرض لها فى نهاية هذا القسم .

قانون البنوك :

فى عام ١٩٣٣ وافق الكونجرس الأمريكى على قانون البنوك الذى قدمه السيناتور هنرى ستيقول Henry Steagall والذى يسمى أحياناً بقانون ستيقول Steagall ACT . وبمقتضاه أصبح محرماً على البنوك التجارية أمرين (١) القيام بوظائف بنكير الاستثمار لمنشآت الأعمال ، (٢) دفع فوائد على الودائع الجارية . ونظراً لأن موضوع فوائد الودائع يخرج عن نطاق اهتمام هذا الكتاب ، فلن نعرض له فى هذا القسم .

كان الهدف الرئيسى من تحريم قيام البنوك بوظائف بنكير الاستثمار لمنشآت الأعمال ، هو وقايتها من التعرض لخسائر كبيرة إذا ما فشلت فى تصريف الكمية التى تعهدت بها ، أو فشلت فى تصريفها بالسعر المتفق عليه . وقد تبدو أهمية هذا التحريم واضحة على ضوء الحقيقة التى تشير إلى أن نسبة حقوق الملكية إلى إجمالى الموارد المالية للبنوك التجارية ضئيلة إلى حد كبير . وان الخسائر الناجمة عن الاضطلاع بمهمة بنكير الاستثمار ـــ إذا كانت كبيرة ـــ من شأنها أن تلتهم رأس المال وتمتد لأموال المودعين ، الذين يعد بعضهم عملاء منتظمين فى أسواق رأس المال . يضاف إلى ذلك أن تعرض البنوك لخسائر لا يمكن تحملها نتيجة للقيام بتلك المهمة ، من شأنه أن يضعف الثقة فى مؤسسات اصدار الأوراق المالية ، ويترك أثراً عكسياً على كفاءة أسواق رأس المال . هذا ولم يحرم المشرع على البنوك القيام بوظائف بنكير الاستثمار بالنسبة للسندات التى تصدرها الحكومة الفيدرالية والحكومات المحلية (French, 1989, P. 68) على أساس أن المخاطر فى هذا الشأن غير موجودة ، وحتى إذا وجدت فعادة ما تكون ضئيلة .

وقد ظلت الأوضاع على هذا الحال حقبة طويلة من الزمن ، حتى صدر قانون مؤسسات الايداع Depoistory Institution Act فى عام ١٩٨٢ ، والذى أعطى الحق للبنوك فى ممارسة كافة الخدمات التى يقدمها بنك الاستثمار ، وذلك من خلال شركات شقيقة تحت مظلة شركة قابضة يؤسسها البنك .

قانون الأوراق المالية :

صدر قانون الأوراق المالية Securities Act الذى يطلق عليه أحياناً قانون الحقيقة فى الأوراق المالية Truth in Securities Law فى عام ١٩٣٣ ، وهو يُعْنَى أساساً بالاصدارات الأولية Primary Issues التى ترتبط بالسوق الأول ، أما الأوراق المالية المتداولة فى السوق الثانى فتخرج عن نطاق ولايته . هذا ويهدف القانون إلى ضمان تزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية محل الاصدار ، بما يمكنهم من اتخاذ القرار الملائم بشأن الاستثمار فيها من عدمه .

ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل Registration Statement فى كل مرة ترغب فيها اصدار أوراق جديدة . ويقتضى التسجيل تزويد لجنة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية ، ومعلومات بشأن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار(٣) . ومن أهم تلك البيانات والمعلومات ما يلى :

١ ــ طبيعة نشاط المنشأة ، وبنائها التنظيمى ، وهيكلها المالى .

٢ ــ أسماء أعضاء مجلس الادارة وكبار المديرين ، وعناوينهم ومرتباتهم .

٣ ــ سياسة المنشأة فى شأن المكافآت والمنح ، وفى شأن المشاركة فى الأرباح . وما إذا كان هناك أسهم تباع لأعضاء مجلس الادارة من خلال الاختيار الذى يعطى الحق فى الشراء Stock Options على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل العاشر .

٤ ــ العقود المبرمة مع مقاولين من الباطن ، أو مع مكاتب استشارية أو غير ذلك .

٥ ــ ميزانيات وقوائم دخل معتمدة من المراقب المالى ، وذلك عن عدد من السنوات .

٦ ــ نسخة من عقد تأسيس المنشأة ولوائحها Bylaws ، ونسخة أيضاً من العقد المبرم مع بنك الاستثمار .

٧ ــ الأوراق المالية التى سبق إصدارها ، والمزايا الخاصة التى يتمتع بها حملتها .

٨ ــ الشروط والمزايا التى سوف يتمتع بها المستثمر ، فى حالة شرائه للورقة محل الاصدار .

٩ ــ الهدف من الاصدار ، والسعر المحدد للبيع للجمهور ، والسعر المحدد للبيع للفئات الخاصة كالملاك الحاليين للمنشأة .

---

(٣) أوكل إلى اللجنة المذكورة مهمة الاشراف على تنفيذ القانون ، وذلك بمقتضى قانون الأوراق المالية والبورصة الذى صدر فى عام ١٩٣٤ ، والذى سنعرض له فيما بعد .

١٠ ــ أى معلومات أخرى ترى اللجنة ضرورة تزويدها بها .

ويطلق على الجزء الأول من طلب أو صحيفة التسجيل بالمنشور Prospectus وهو يتضمن معظم البيانات سالفة الذكر ، ويعد خصيصاً للتوزيع على المستثمرين المحتملين وذلك من خلال بنك الاستثمار . وينص القانون على أن لا يتم توزيع المنشور أو اصدار الأوراق محل التسجيل ، قبل مضى عشرون يوماً تقوم خلالها لجنة الأوراق المالية والبورصة بمراجعة البيانات التى يحتويها ، واعتماده بعد التحقق من سلامة ما به من معلومات . وإذا لم يتم إخطار المنشأة أو بنك الاستثمار برد اللجنة بعد انتهاء المهلة المذكورة ، يعد ذلك بمثابة موافقة ضمنية . هذا ويسمح القانون بتوزيع المنشور على المستثمرين المحتملين قبل المهلة المذكورة ، بشرط أن توضع ملاحظة بالحبر الأحمر على غلاف المنشور ، تشير بوضوح بأنه لم يعتمد بعد من اللجنة .

هذا وينبغى ملاحظة أن قبول الطلب لا يعنى أن الورقة محل الاصدار جيدة أو غير جيدة ، بل يعنى فقط أن المنشأة قد زودت اللجنة بالبيانات التى يتطلبها القانون ، وأن هذه البيانات صحيحة . أما الرفض فيعنى إما عدم توافر البيانات المطلوبة ، أو أن هناك ملاحظات بشأنها .

وكما سبقت الإشارة فى الفصل الثالث ، أجرى تعديل على القانون المذكور فى عام ١٩٨٢ ، وأصبح من الممكن فى ظله أن تتقدم المنشأة بخطة طويلة الأجل تتضمن الأوراق التى ترغب فى اصدارها خلال السنوات المقبلة Shelf-Registration . وبمجرد قبول الطلب يصبح من حق المنشأة أن تصدر تلك الأوراق على أى عدد من المرات ، دون حاجة للرجوع إلى اللجنة فى كل مرة للحصول على موافقتها . هذا وعلى الرغم من المزايا المصاحبة لهذا النظام ، فإن عدداً محدوداً من المنشآت قد استفادت منه ، بل وتراجعت عنه منشآت سبق لها استخدامه (Denis, 1991) لأسباب سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث .

ورغم أهمية تسجيل الاصدارات الجديدة ، فقد أعفى من شروط التسجيل المنشآت التى تصدر أوراقاً قيمتها السنوية تقل عن ١,٥ مليون دولار .

واكتفى فى هذا الصدد بأن توفر المنشأة للمستثمرين المحتملين فى تلك الأوراق ، حداً أدنى من البيانات المالية التى لا يشترط أن تكون موثقه من مراقب الحسابات . كذلك يعفى القانون من التسجيل الاصدارات الخاصة Private Offering التى تباع بالكامل إلى مجموعة صغيرة من المستثمرين لديهم المعرفة والدراية والخبرة (مثل المؤسسات المالية الكبيرة) ولا يحتاجون للحماية ، كل ذلك بشرط أن يكون هدف الشراء هو الاستثمار وليس الاتجار أو المضاربة . ولضمان ذلك ينبغى أن يوقع كل مشترى على وثيقة أو خطاب خاص Letter Stock ينص على أنه ليس من حقه بيع الأوراق المشتراه.قبل مرور سنتين على شرائها . هذا وقد حددت لجنة الأوراق المالية والبورصة فيما بعد المقصود بالاصدارات الخاصة ، على أنها تلك التى لا يتجاوز فيها عدد المستثمرين عن ٢٥ مستثمر (Aragon, 1989, P. 739; Scott et al, 1987, P. 614) .

وبالنسبة لحالات الاندماج Merger أو امتلاك منشأة لمنشأة أخرى Acquisition فقد أعفى القانون من التسجيل الأوراق المالية التى يحصل عليها المستثمرين كبديل لما كانوا يمتلكونه من قبل . وذلك على أساس أنه لا يوجد بيع حقيقى ، كما أن المستثمر لا يملك أى حرية فى قبول أو رفض الأوضاع الجديدة . ومع هذا فإن تعديلاً على القانون قد أجرى فى عام ١٩٧٢ وخضعت بمقتضاه الأوراق المستبدلة لمتطلبات التسجيل .

كذلك ينص القانون على إعفاء الأوراق المالية المتداولة فى السوق الثانى من أن يرفق بها المنشور Prospectus وذلك بشرط أن يكون قد مر على الاصدار أكثر من تسعين يوماً ، وأن يكون قد نفذ بالكامل . وحتى تتحقق الحماية للمتعاملين فى السوق فى ظل هذا الاعفاء ، ألزم القانون المنشآت التى تتداول أوراقها المالية فى تلك الأسواق ، أن تسجل نفسها لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، وهو ما يستلزم بدوره تزويد اللجنة بقائمة من البيانات والمعلومات ــ التى تهم المستثمر ــ والتى تم تحديدها تفصيلا بقانون الأوراق المالية والبورصة ، الذى سنعرض له فيما بعد .

هذا وعلى الرغم من أن القانون يعنى أساساً بإجراءات تسجيل الاصدارات الجديدة ، فقد تضمنت بعض بنوده جزاءات للممارسات غير الأخلاقية . فقد نص على أن قيام بائع الأوراق المالية أو غيره بنشر بيانات أو معلومات مضللة ، أو تقديم مشورة غير صادقة ، يعد مخالفة يقع صاحبها تحت طائلة القانون المدنى ، وما قد يستتبعه ذلك من دفع تعويضات للمستثمر الذى أضير بسببها . وإذا ما صاحبت تلك المخالفات الاصدارات الجديدة ، أو امتدت إلى صحيفة التسجيل ذاتها ، حينئذ يقع المخالف تحت طائلة القانون المدنى والقانون الجنائى . وبمراجعة صور الممارسات غير الأخلاقية التى عرض لها القسم الثانى من هذا الفصل ، يمكن القول بأن القانون المذكور قد تعامل مع البيع الظاهرى ، واستغلال ثقة العملاء ، واتفاقيات التلاعب .

قانون الأوراق المالية والبورصة :

صدر قانون الأوراق المالية والبورصة Securities Exchange Act لعلاج مسألتين هامتين أغفلهما قانون الأوراق المالية الذى سبقت الإشارة إليه ، وهما : عدم تحديد جهة اختصاص معينة يلقى على عاتقها تنفيذ القانون ، وقصر ولاية القانون المذكور على السوق الأول دون أن يمتد للسوق الثانى . يضاف إلى ذلك مسألة ثالثة هى احكام الرقابة على نشاط التعامل فى الأوراق المالية للحد من الممارسات غير الأخلاقية .

١ ـــ جهة الاشراف على تنفيذ القانون :

ينص القانون المذكور على تشكيل لجنة من خمس أعضاء ، يصدر بها قرار من رئيس الجمهورية ـــ يعتمده الكونجرس ـــ يطلق عليها لجنة الأوراق المالية والبورصة ، على أن تكون العضوية محدده بخمس سنوات . وقد رُتِبَتْ العضوية فيما بعد على أساس أن تنتهى عضوية واحد فقط كل سنة ليحل محله عضو آخر . وينقسم نشاط اللجنة إلى خمسة أقسام ، يشرف على كل منها عضو يتبعه عدد من الخبراء فى مجالات متعددة من اقتصاد ومحاسبة وقانون ... وغير ذلك . ويتولى القسم الأول شئون منشآت الأعمال . حيث يحدد البيانات والمعلومات المطلوب اتاحتها للجنة ولجمهور المستثمرين ، وكذا

مراجعة طلبات التسجيل والتقارير الدورية التى تلتزم تلك المنشآت بتقديمها ، والتى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثالث .

وقد عهد للقسم الثانى مسئولية شئون أسواق الأوراق المالية . حيث يشرف على التسجيل ومراقبة التقارير التى تتعلق بالبورصات ، والسماسرة والتجار ، إضافة إلى التنظيمات التى تتبع الاتحاد القومى لتجار الأوراق المالية NASD الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث . أما مهمة إجراء التحقيقات ، والتأكد من تنفيذ القوانين واللوائح فقد تولى أمرها القسم الثالث . على أن يضطلع القسم الرابع بمسئولية متابعة تنفيذ التشريعات الخاصة بالشركات القابضة فى مجال منشآت الخدمات (كهرباء ، مياه ، تليفونات ...) ، إضافة إلى تقديم المشورة للمحاكم وذلك فى قضايا الافلاس . أما القسم الخامس فيعنى بالاشراف على تنفيذ القوانين فى شأن شركات الاستثمار ومستشارى الاستثمار ، إضافة إلى مراجعة تسجيلها ومراجعة التقارير الدورية التى يلزمها بها القانون .

٢ ــ ولاية القانون :

مد القانون ولايته إلى السوق الثانى ، وأصبح لزاماً على كافة الأسواق المنظمة أن تتقدم بطلب تسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة . ولم يعفى من ذلك إلا الأسواق المحلية الصغيرة ، وبالتحديد سوق هونولولو وسوق غرب فرجينيا . وقد منح القانون سلطات واسعة للجنة فى شأن تلك الأسواق : فعليها أن تتأكد من قبولها بصراحة ووضوح الالتزام بروح القانون ، واصدار قواعد ولوائح تنفيذية داخلية تنص على طرد أى عضو لا يمارس نشاطه بطريقة قانونية وأخلاقية . كما تلتزم بتزويد اللجنة بنسخة من تلك القواعد واللوائح . وفى حالة وجود تسيب فى التنفيذ يكون من حق اللجنة التدخل ، وفرض العقوبات التى تصل إلى طرد بعض الأعضاء أو حتى إغلاق السوق .

كذلك يقضى القانون بالزام كل منشأة تتداول أوراقها المالية فى البورصة أن تتقدم بطلب تسجيل للجنة ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث . وفى عام ١٩٦٤ أدخل تعديل على القانون إمتد فيه الالزام إلى

الأوراق المالية المتداولة فى الأسواق غير المنظمة . هذا وقد أعفى القانون من التسجيل الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة الفيدرالية والحكومات المحلية ، والأوراق المالية التى تتداول فى داخل ولاية واحدة فقط ، وأى أوراق مالية أخرى تحددها اللجنة .

٣ ـ الحد من الممارسات غير القانونية وغير الأخلاقية :

أعطى قانون الأوراق المالية والبورصة اهتماماً كبيراً لضبط التعامل فى الأوراق المالية وذلك من خلال تشريعات تتعلق بتعاملات المديرين ، والمحاولات المتعمدة للتأثير على الأسعار ، والشراء النقدى الجزئى ، والتصويت فى الجمعية العمومية .

أ ـ تعاملات المديرين :

يحرم قانون الأوراق المالية والبورصة على المديرين والعاملين الذين تتاح لهم معرفة معلومات خاصة عن المنشأة Insiders التى يعملون فيها ، استخدام تلك المعلومات فى المضاربة (الشراء بغرض البيع وليس الاستثمار ، وكذا البيع على المكشوف) على الأوراق المالية التى تصدرها تلك المنشأة . ولضمان تحقيق هذا الهدف يلزم القانون كل عضو فى مجلس الادارة ، أو مدير ، أو مستثمر تزيد حصته فى رأس المال عن ٥٪ بتقديم تقرير Insiders Report للجنة الأوراق المالية والبورصة ، وتقرير مماثل للبورصة التى تتداول فيها الأوراق المالية لتلك المنشأة ، وذلك فى كل شهر يحدث فيه تغيير فيما يملكه من أسهمها (French, 1989, P. 69; Francis, 1986, P. 107) على أن يتاح للجمهور الوقوف على تلك المعلومات ، وقد يتم ذلك من خلال النشر فى الصحف . وفى الولايات المتحدة عادة ما تنشر تلك التقارير فى جريدة وول ستريت .

وإذا ما حقق أحد هؤلاء أرباحاً أو تجنب خسائر بسبب ما لديه من معلومات عن المنشأة لا تتاح للآخرين فى خارجها ، فإنه يصبح عرضه للتعويض المدنى علاوة على غرامه تعادل تلك الأرباح أو تلك الخسائر . هذا وقد أدخل تعديل على هذا النص فى عام ١٩٨٤ ، حيث قضى بأن تصل الغرامة إلى ثلاثة أمثال ما حققه المستثمر من عائد بسبب تلك المعلومات ، وهو

ما كان له أثر إيجابى ملموس كما سنشير إلى ذلك فى الفصل الرابع عشر . يضاف إلى ذلك أن المحاكم ذاتها قد توسعت فى المفهوم الخاص بمن لديهم معلومات غير متاحة للآخرين ، حيث شملت أقارب وأصدقاء المديرين وكبار العاملين ، وذلك فى محاولة للحد من جنى ثمار تلك المعلومات .

ولعل القارىء قد أدرك أن الحد من تعاملات المديرين على النحو المشار إليه ، من شأنه أن يضع حداً لاتفاقيات الاختيار التى عرض لها القسم الثانى من هذا الفصل ، كما يضع حداً لمحاولات التلاعب فى الأسعار بصفة عامة الأمر الذى يترك أثره الفعال على كفاءة أسواق رأس المال على النحو الذى سيشار إليه تفصيلاً فى الفصل الرابع عشر . وبالطبع من غير المتوقع أن يسفر القانون عن منع تام للممارسات غير الأخلاقية للمديرين . فما زالت لجنة الأوراق المالية والبورصات تتلقى حالات عن تلك الممارسات ، ومازال المهتمون بدراسة حركة الأسعار فى السوق يؤكدون على استمرار وجودها (Seyhun, 1988; Rozeff & Zaman, 1988; Demsetz, 1986; Givoly & Palmon, 1985) .

ب ـــ إحداث تغيير متعمد فى الأسعار :

كذلك نص القانون صراحة على تحريم البيع الصورى ، واتفاقيات التلاعب ، والتأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة عن طريق الشراء بغرض الاحتكار ، وتداول معلومات مزيفة ، وترويج الاشاعات بشأن الأوراق المالية . يستثنى من ذلك التأثير على أسعار الأوراق المالية خلال فترة تسويقها ، والذى يمارسه بنك الاستثمار بهدف تحقيق الاستقرار فى الأسعار خلال عملية التسويق ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث .

ونظراً للعلاقة الوثيقة بين أسعار الأوراق المالية فى الأسواق الحاضرة وأسواق العقود المستقبلة على النحو الذى سترد الاشارة إليه فى الفصل الخامس عشر ، فقد إمتدت ولاية لجنة الأوراق المالية والبورصة على سوق الاختيار ، حتى لا تؤدى الممارسات فى تلك السوق إلى احداث تأثيرات مفتعلة على أسعار الأوراق المالية المتداولة فى الأسواق الحاضرة (السوق الثانى) .

حـ ـــ الشراء النقدى الجزئى :

قبل الكساد العظيم كان العرف يسمح للمضاربين بتمويل ما يقرب من ٩٠٪ من مشترواتهم من أموال مقترضة Margin Buying أما الباقى فيتم تمويله من أموال المضارب . وهذا يعنى أن نسبة القروض إلى حقوق الملكية فى هذا النوع من الصفقات كانت فى حدود ٩ : ١ ، وبذا يكون هامش الأمان ١٠٪ . وعندما كانت أسعار الأوراق المشتراه ترتفع كانت الأرباح الرأسمالية الورقية Paper Capital Gains أى الأرباح غير الفعلية ـــ التى تتمثل فى الفرق بين سعر الشراء وبين السعر الجارى فى السوق ـــ تضاف إلى حقوق الملكية ، بما يسمح للمضارب بشراء المزيد من الأوراق المالية بأموال مقترضة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه تفصيلاً عند التعرض للشراء النقدى الجزئى وذلك فى الفصل الرابع .

وكنتيجة لانخفاض نسبة الهامش واضافة الأرباح الرأسمالية الورقية تعرض المضاربين والمقرضين للخسائر ، خاصة عندما بدأت أسعار الأوراق المالية فى الانخفاض قبيل نهاية عام ١٩٢٩ . وعندما حاول المضاربين تصفية مواقفهم ببيع الأوراق المالية التى سبق أن اشتروها ، ترتب على زيادة العرض المزيد من التدهور فى الأسعار . وللتغلب على تلك المشكلة نص قانون الأوراق المالية والبورصة على اعطاء البنك المركزى الحق فى تحديد نسبة ملائمه للهامش بما يحقق الحماية المطلوبة لأطراف التعامل . ولم يحدد البنك المركزى نسبة ثابتة ، بل كان يعمد إلى تغييرها بالارتفاع أو الانخفاض حسب ظروف السوق والحالة الاقتصادية العامة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع .

وإذا كان الهدف من تحديد نسبة ملائمه للهامش هو حماية المقرضين والسماسرة من مخاطر الرفع المالى الذى يعمد إليه المستثمرين والمضاربين ، فإن القانون لم يغفل عن حماية المستثمرين والمضاربين من مخاطر الرفع المالى الذى يعمد إليه السماسرة . وذلك بالنص على أن لا تزيد نسبة الأموال التى يقترضها السمسار ، لتمويل مخزونه من الأوراق المالية ، عن ٢٠ ضعف رأسماله (Francis, 1986, P. 106) . وفى هذا بعض الحماية للمستثمرين والمضاربين

الذين يفضلون الاحتفاظ بمشترواتهم من الأوراق المالية لدى بيت السمسرة الذين يتعاملون معه . ففى غياب هذا الشرط كان يمكن للسمسار أن يتوسع فى الاقتراض مما قد يعرضه للافلاس ، الذى قد تمتد آثاره إلى هؤلاء المستثمرين والمضاربين ، خاصة إذا كانت مشترواتهم من الأوراق المالية ـــ التى يحتفظون بها لدى السمسار ـــ مسجلة باسم بيت السمسرة .

د ـــ تنظيم التفويض فى التصويت :

نص القانون على ضرورة توفير معلومات كافية للمستثمرين وذلك عند سعى أعضاء مجلس الادارة ـــ أو مستثمرين آخرين ـــ للحصول من بعض حملة الأسهم على تفويض بالتصويت نيابة عنهم Proxy Solicitation فى الجمعية العمومية . وعادة ما يكون التصويت على مسائل معينة مثل انتخاب أعضاء مجلس الادارة أو اصدار أوراق مالية جديدة ، أو ما شابه ذلك من أمور . غير أنه فى بعض الأحيان قد يسعى عدد من المستثمرين المتمردين Insurgents على الادارة أو ربما أشخاص من غير حملة أسهم المنشأة Agressors للحصول على تفويض لأمر مختلف ، هو إقصاء الادارة الحالية Proxy Fight عن موقعها وذلك لتحقيق أهداف معينة[٤] (Sharpe, 1986, P. 357) . وفى هذا الصدد حددت لجنة الأوراق المالية والبورصة ، متطلبات معينة فى بيان التفويض الذى يوقع عليه حامل السهم ، وتتمثل هذه المتطلبات فى :

١ ـــ إذا تعلق الأمر باصدارات جديدة لأوراق مالية ، ينبغى أن يتوفر لحامل السهم حداً أدنى من المعلومات عن الاصدار ، وايضاح ما إذا كان الاقتراح قد جاء من أعضاء الادارة أو من حملة الأسهم من غير المديرين .

٢ ـــ أن يخصص مكان فى بيان التفويض يعبر فيه حامل السهم عن قبوله أو رفضه ، وذلك أمام كل مسألة مطلوب التصويت عليها . يستثنى من ذلك التفويض لانتخاب أعضاء مجلس الادارة الذى لا يلائمه هذا المتطلب .

---

(٤) عادة ما يكون للأشخاص الخارجيين مصلحة فى ذلك ، فقد يكونوا من حملة أسهم منشأة أخرى تستهدف دمج أو امتلاك المنشأة المعنية كلياً أو جزئياً ، فى الوقت الذى تعارض فيه الادارة الحالية مثل هذا الاندماج أو الامتلاك .

٣ ـــ فى حالة التفويض لانتخاب أعضاء مجلس الادارة ينبغى أن يتضمن بيان التفويض قائمة بالأعضاء المرشحين .

هذا وينص القانون على ضرورة إعتماد بيان التفويض من لجنة الأوراق المالية والبورصة للتأكد من استيفائه لتلك المتطلبات . ولتحقيق المزيد من الديمقراطية للأقلية ، قضت لجنة الأوراق المالية والبورصة بأنه فى حالة اعتراض أقلية من حملة الأسهم على موضوع ما من الموضوعات محل التصويت ، يصبح من الملزم للادارة أن ترفق نص الاعتراض (فى حدود ١٠٠ كلمة) ببيان التفويض . مثل هذا الاجراء من شأنه أن يضعف قدرة الادارة على استخدام التفويض لخدمة مصالحها .

كذلك وفرت لجنة الأوراق المالية والبورصة الحماية لحملة أسهم منشأة ما ، يرغب شخص ما أو مجموعة من الأشخاص الأغنياء أو منشأة أخرى فى السيطرة عليها Takeover من خلال تملك كل أسهمها العادية أو نسبة كبيرة منها . وقبل أن نعرض لسبل الحماية ، سوف نتناول بإيجاز الكيفية التى يمكن بها تحقيق تلك السيطرة . من البدائل المتاحة لتحقيق السيطرة محاولة الطرف الراغب فى الشراء إقناع أعضاء الادارة للمساعدة فى اتمام الصفقة ، على أساس أن من بينهم المؤسسين ـــ أو ممثليهم ـــ الذين عادة ما يمتلكون عدداً كبيراً نسبياً من الأسهم ، يمكن أن يكون الأساس فى تحقيق السيطرة المطلوبة .

وهناك بديل آخر هو السيطرة المفاجئة Surprise Takeover والتى تتم من خلال اتصال المشترى المحتمل بحملة الأسهم أنفسهم . وفى هذه الحالة يقدم الطرف الراغب فى الشراء عطاءً Tender Offer ينشر فى إحدى صحف المال أو يرسل مباشرة بالبريد إلى حملة الأسهم أنفسهم . ويحدد العطاء الحد الأدنى من الأسهم المراد شرائها ، وسعر الشراء الذى عادة ما يكون أعلى من سعر السوق ، وآخر موعد لابرام صفقة الشراء ، وأى قيود أخرى يحرص عليها المشترى . ومن المتوقع بالطبع أن تواجه ادارة المنشأة تلك المحاولة بالرد عليها فى الصحيفة نفسها أو من خلال خطابات ترسل إلى حملة الأسهم ، وفى معظم الحالات يكون النجاح حليفها .

ولتحقيق الحماية المنشودة لحملة أسهم المنشأة محل الصفقة ، وضعت لجنة

الأوراق المالية والبورصة بعض المتطلبات منها : أن تكشف المنشأة الراغبة فى الشراء للجنة وللجمهور عن نشاطها الأساسى ، ومصدر تمويل عملية الشراء ، والهدف المنشود من ورائه ، وعدد الأسهم المراد شراؤها . وذلك لتجنب التملك أو السيطرة المفاجئة على مقدرات المنشأة ، وأن تتاح فسحة من الوقت للأطراف المعنية للتفكير فى الآثار المختلفة للصفقة (French, 1989, P. 71) .

وغنى عن البيان أن عطاء شراء الأسهم قد تقدمه المنشأة نفسها ، وذلك بغرض إعادة شراء جزء من أسهمها . وهذا الاجراء هو بمثابة رسالة من الادارة إلى المتعاملين فى السوق مؤداها أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية . وإذا ما فهمت الرسالة يصبح من المحتمل أن ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى مستواه الحقيقى أو إلى مستوى قريب منه . وحتى إذا لم تُفْهَم الرسالة على هذا النحو ، فإن شراء المنشأة لجزء من أسهمها كفيل فى حد ذاته برفع القيمة السوقية للسهم ، نتيجة لزيادة نصيبه من الأرباح .

وفى الثمانينات ظهر شكلين جديدين من أشكال السيطرة على الشركات المساهمة هما : السيطرة على الشركة من قبل ادارتها ، والسيطرة على الشركة من قبل شركة متخصصة فى ذلك . وبالنسبة للشكل الأول فإنه يتضمن شكلين فرعيين : الأول هو السيطرة على الشركة بشراء أسهمها بأموال معظمها مقترض ، والثانى هو السيطرة من خلال الحصول على قروض لاستخدامها فى زيادة حصة المديرين فى رأس المال . ونظراً لأن جدلاً أثير ـــ وما يزال ـــ بشأن قانونية هذه الأشكال من السيطرة ، فسوف نعرض لها بشىء من التفصيل .

يقصد بالسيطرة من خلال شراء الأسهم بأموال معظمها مقترض Leveraged Buyout (LBO) سعى القائمين على إدارة المنشأة ـــ بمفردهم أو بمشاركة عدد محدود من مستثمرين آخرين ـــ لامتلاك منشأة مساهمة أو أحد فروعها أو أقسامها . ويتم ذلك من خلال قيام الفريق الذى يبغى السيطرة بتأسيس شركة جديدة برأس مال محدود ، ثم بمساعدة أحد بنوك الاستثمار تطرح سندات للتداول ، عادة ما تبلغ قيمتها ما يعادل حوالى أربعة أضعاف رأس المال . واعتماداً على هذه الموارد تقوم الشركة بتقديم عطاء Tender Offer

لشراء كافة الأسهم المتداولة للمنشأة المراد السيطرة عليها . وباتمام العملية تتحول المنشأة محل السيطرة من منشأة عامة تتداول أسهمها للجمهور ، إلى منشأة خاصة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين[٥] . (Brigham, 1989, P. 586) .

أما السيطرة من خلال الحصول على قروض لاستخدامها فى زيادة حصة المديرين فى رأس المال (Leveraged Cashout (LCO فيقصد به قيام الإدارة بالحصول على قروض وتوزيع حصيلتها على جمهور المستثمرين . أما المديرين الملاك فلا يحصلون على نقود بل يحصلون على نصيبهم فى شكل أسهم فى رأس المال . وهكذا يبقى عدد الأسهم لجمهور المستثمرين دون تغيير ، بينما يزداد عدد الأسهم التى فى حوزت المديرين من الملاك (Van Horne, 1989a, P. 689) . بعبارة أخرى تبقى حصة الجمهور من الأسهم كما هى ، أما حصة المديرين الملاك من تلك الأسهم فتزداد بما يعنى حدوث اشتقاق فيها Stock Split . وبالطبع يتوقع أن يترتب على ذلك انخفاض فى القيمة السوقية للسهم . لماذا ؟ لأن القوة الايرادية للمنشأة لم يطرأ عليها أى تغيير ، فى الوقت الذى زاد فيه عدد الأسهم العادية .

أما السيطرة على الشركة من قبل منشأة متخصصة Specialized LOB Firm فيتم من خلال قيام تلك المنشأة بالاتصال بادارة الشركة المعنية ، وتقديم عطاء لتملك أسهمها . هذا وعادة ما تكون المنشأة الراغبة فى الشراء إحدى المؤسسات المالية الضخمة ، مثل مؤسسات ادارة أموال التأمينات Pension Funds وهى موارد ضخمة ، تبحث عن مجالات للاستثمار . وبالطبع تعتمد المنشأة على جزء من تلك الأموال ليمثل حقوق الملكية فى الهيكل المالى لصفقة الشراء ، أما باقى مكونات الهيكل — وهو الجانب الأكبر — فيتكون من سندات تصدر لهذا الغرض (Brigham, 1989, P. 586) .

وسواء كانت السيطرة من قبل إدارة نفس المنشأة أو من قبل شركة متخصصة ، فإن حقوق الملكية فى الصفقة لا تمثل سوى جزءاً يسيراً . ففى

---

(٥) بإتمام السيطرة ستختفى الأسهم القديمة ليحل محلها حصة رأس المال التى قدمها المؤسسين ، إضافة إلى السندات التى تم طرحها للتداول .

حالة السيطرة بواسطة الادارة قد لا تتجاوز حقوق الملكية عن ١٥٪ من قيمة الصفقة (Brealy & Myers, 1988, P. 816) وفى حالة التملك من قبل شركات متخصصة قد لا تتجاوز تلك النسبة عن ٢٪ (Brigham, 1989, P. 587) . ونظراً لانخفاض نسبة حقوق الملكية على النحو الموضح ، فإن السندات التى تصدر — لاستخدام حصيلتها فى تمويل الصفقة — تتسم بارتفاع درجة مخاطرها . ومن ثم فإن جاذبيتها تقتصر على فئة معينة من المستثمرين ، هم أولئك الذين يتبعون سياسات استثمار هجومية متطرفة . هذا ويطلق على هذه السندات بالسندات الرديئة Junk Bonds . وبالطبع يتوقع أن يكون معدل الكوبون الذى تحمله مرتفعاً ، بل وقد يكون أيضاً عائماً أو طافياً بمعنى أنه يتغير مع تغير معدلات الفائدة فى السوق (Van Horne, 1989a, PP. 690-691) .

ويتسبب تشكيل الهيكل المالى على هذا النحو فى نوعين من المخاطر : مخاطر الأعمال ، ومخاطر تغير سعر الفائدة (Van Horne, 1989a, P. 691) وتنشأ مخاطر الأعمال Business Risk من احتمال انخفاض كفاءة العمليات بشكل قد يترتب عليه الفشل فى خدمة السندات المصدرة . أما مخاطر تغير سعر الفائدة Interest rate Risk فتنشأ عن ربط معدل الكوبون على السندات مع أسعار الفائدة فى السوق . فإذا ما حدث ارتفاع حاد فى تلك الأسعار إرتفع معها معدل الكوبون ، والتهمت الفوائد جانباً كبيراً من أرباح المنشأة بل وقد تحولها إلى خسائر .

وعلى العموم هناك عاملان يحدان من المخاطر التى تنطوى عليها تلك السندات : أولها أن المنشأة المشتراه عادة ما تتصف بضخامة التدفقات النقدية المتولدة عنها ، كما تتصف بفرصة نمو مقبولة . ثانيها أن الملاك من خارج المنشأة عادة ما يستعينون ببنوك إستثمار Investment Banks أو متخصصين فى إبرام تلك الصفقات (LBO) حيث تقع على عاتقهم مسئولية التأكد من قدرة المنشأة على خدمة الدين وذلك قبل إبرام الصفقة (Brealy & Myers, 1988, PP. 432, 816; Brigham & Gapenski, 1988, PP. 442-443) . هذا وإذا كان صغر عدد الملاك — فى تلك المنشآت — من شأنه أن يؤدى إلى إضعاف ميزة

المشاركة فى المخاطر Risk-Sharing إلا أن المديرين (وهم عادة الملاك) سيشعرون بأنهم يعملون لأنفسهم ، مما يرفع مستوى الأداء ويقلل فرص التعرض للمخاطر .

ويضيف المؤيدين أن تحول المنشأة من شركة مساهمة إلى شركة خاصة ــ فى ظل هذا النوع من السيطرة ــ من شأنه أن يخفض من تكلفة الوكالة ، ويؤدى إلى تحسن مستوى أداء المنشأة (Fruhan, 1988, Jensen, 1989) . كذلك يمكن أن تكون المخاطر عند حدها الأدنى ، إذا ما توافر فى المنشأة محل السيطرة سمات معينة منها : ضخامة حجم الأصول الثابتة ، وانخفاض حجم الأموال المقترضة فى هيكلها المالى ، وانخفاض حجم المشروعات تحت التنفيذ ــ وذلك حتى لا تلتهم تلك المشروعات السيولة المطلوبة لخدمة السندات المصدرة ــ واستقرار القيمة السوقية للسهم ، وكذا انتماء المنشأة إلى صناعة لا تتسم بارتفاع حساسيتها للتغير فى أسعار الفائدة (Talor, 1988) .

ومن ناحية أخرى قد يكون القارىء قد أصابه نوع من عدم الرضا عن الصورة الأخيرة من صور السيطرة . فقد يرى فيها خيانه أمانة (فى حالة اشتراك أعضاء مجلس الادارة فى إتمام عملية السيطرة) . وقد يرى فيها اتجاه إلى زيادة المخاطر التى تتعرض لها منشآت الأعمال . بل ويرى الكثيرين ، ومن بينهم رجال الأعمال وبعض المسئولين فى الحكومة الأمريكية ، أن هذا النوع من السيطرة مرض خطير ينتاب الاقتصاد القومى (Rappaport, 1990) . بل وتعالت الأصوات تطالب بتدخل المشرع لتحقيق مزيد من الحماية للمستثمر ، تفوق ما تقدمه الآن لجنة الأوراق المالية والبورصة (Jensen, 1989; Brigham, 1989, P. 587) .

قانون مالونى :

صدر قانون مالونى Maloney Act فى عام ١٩٣٦ ، استجابة لرغبة التجار والسماسرة فى الأسواق غير المنظمة فى تكوين اتحاد ، يعمل تحت اشراف لجنة الأوراق المالية والبورصة ، وتكون مهمته وضع القواعد والأسس التى تحكم ممارسات الأعضاء . ولتشجيع العضوية فى ذلك الاتحاد ، نص القانون المذكور على امكانية تقديم خصم على أسعار الأوراق المالية ، وذلك فى الصفقات التى

تعقد بين طرفين من أعضاء الاتحاد . أما إذا كان الطرف الآخر هو أحد التجار أو السماسرة من غير الأعضاء ، فإن عليه أن يدفع سعر التجزئة الذى تباع به الورقة .

وتنفيذاً للقانون أنشىء إتحاد وطنى لتجار الأوراق المالية National Association of Security Dealers (NASD) . يدار بواسطة مجلس محافظين ، يساعده ١٣ لجنة إقليمية . ووضع الاتحاد بعد انشائه قواعد للحصول على العضوية ، وأخرى للحد من الممارسات غير الأخلاقية . كما وضع لوائح وقواعد تحكم العلاقات بين أعضاء الاتحاد وبعضهم البعض ، وعلاقاتهم مع عملائهم . وقد الزم الاتحاد أعضاءه بتزويده بالقوائم المالية لنشاطهم فى أى وقت يطلبه . ولضمان احترام تلك اللوائح والقواعد وضع الاتحاد عقوبات على المخالفين ، على أن يكون للعضو الحق فى الاستئناف لدى مجلس المحافظين .

وكما سبقت الإشارة يخضع الاتحاد لاشراف لجنة الأوراق المالية والبورصة ، ويتقدم بأوراق التسجيل لديها ، شأنه فى ذلك شأن البورصات . وعليه أن يزود اللجنة بنسخة من اللوائح والقواعد المتبعة . وللجنة الحق فى تعليق أو سحب تسجيل الاتحاد فى حالة فشله فى الالتزام بالقواعد التى وضعتها ، كما أن من حق اللجنة مراجعة الأحكام التى يصدرها الاتحاد ضد الأعضاء المخالفين .

قانون اتفاق الوكالة :

صدر قانون اتفاق الوكالة Trust Indenture فى عام ١٩٣٩ ، ليلزم المنشأة التى تصدر سندات تباع للجمهور ، أن توقع على اتفاق بينها وبين طرف آخر تختاره ليكون أميناً أو وكيلاً Trustee عن المستثمرين المحتملين فى تلك السندات . حيث يتولى نيابة عنهم مهمة الاشراف على تنفيذ الاتفاق . ويحدد الاتفاق ـــ الذى ينبغى أن يكون معتمداً من لجنة الأوراق المالية والبورصة ـــ المزايا التى يتمتع بها حملة تلك السندات ، كالأصول المرهونة لضمان الوفاء بحقوقهم ، والقيود المفروضة على تصرفات الادارة مثل تحريم توزيع أرباح على الملاك حتى يتم سداد قيمة الفوائد المتأخرة ، وأيضاً القيود على الاستثمار أو على اصدار أوراق مالية جديدة ، وما شابه ذلك .

ويلزم القانون المنشأة المعنية أن توافى الأمين بالقوائم المالية الدورية لفحصها والتأكد من عدم الإخلال بشروط الاتفاق . وفى حالة المخالفة يصبح من حق الأمين أن يلجأ إلى القضاء ، وعليه ألا يتخاذل عن رفع الدعوى القانونية إذا ما وجد ما يستوجب ذلك . ولضمان جدية الاشراف على تنفيذ الاتفاق وضعت لجنة الأوراق المالية والبورصة شروطاً ينبغى توافرها فى الأمين ، من أهمها ألا تربطه بالمنشأة مصلحة تعوق قيامه بمهمته على النحو المطلوب ، كأن يكون بنكاً تجارياً تفتح لديه المنشأة حساباً برصيد كبير . وحتى تتحقق اللجنة من ذلك يلتزم الوكيل بتقديم طلب تسجيل لدى اللجنة يتضمن بيانات كافية ، يمكن من خلالها الحكم على ملائمته للمهمة من عدمه .

قانون مستشارى الاستثمار :

يقضى قانون مستشار الاستثمار (Investment Advisor Act (IAA الذى صدر فى عام ١٩٤٠ بضرورة تسجيل المكاتب الاستشارية لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة . هذا ولا يعتبر التسجيل مؤشراً على كفاءة المكتب ، إذ أنه يعنى فقط أن المكتب ملتزم بتزويد اللجنة وأيضاً عملائه بمعلومات عن تاريخه وما إذا كان تابعاً أو مرتبطاً بإحدى المنشآت Business Affiliation من خلال شركة قابضة ، وكذا تزويدهم بالكيفية التى يتم على أساسها حساب رسوم الخدمات التى يقدمها ، وأنه ملتزم بأخلاق المهنة فى علاقته مع عملائه .

ولتحقيق الحماية للمتعاملين فقد عمد القانون إلى تحريم استخدام التسجيل كاعلان يعطى إنطباعاً عن كفاءة المكتب ، وذلك بالنص على أن لا يتبع اسم المكتب عبارة مُسَجل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة . كما أعطى القانون للعميل الحق فى أن يطلب بدعوى قضائية إلغاء التعاقد مع المكتب ، ورد الرسوم التى دفعها ، إذا كان هناك سبب لذلك . هذا وقد أعطى القانون للجنة الحق فى رفض التسجيل أو إيقافه أو حتى إلغائه ، وذلك إذا ما ثبت عدم كفاءة المكتب بشكل يؤدى أو أدى إلى الاضرار بمصالح جمهور المتعاملين . (Huang Randall, 1987, P. 48)

قانون شركة الاستثمار :

يقصد بشركة الاستثمار تلك التى يتركز نشاطها فى استثمار وإعادة استثمار

الأموال فى كافة المجالات ، بما فيها المتاجرة فى الأوراق المالية . وفى عام ١٩٤٠ صدر قانون لتلك الشركات (Investment Company Act (ICA يلزمها بضرورة التسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، وذلك بغرض مد ولاية اللجنة عليها . واشترط لذلك أن تكون أسهم الشركة مطروحة للتداول العام (Huang Randall, 1987, P. 48) . ومما يذكر أن هذا القانون قد صدر بعد أربع سنوات من التحقيق فى مخالفات جسيمة وقعت من بعض هذه الشركات .

ولاحكام الرقابة على ممارستها ، فقد الزمها القانون بنشر تقاريرها المالية للجمهور . كما ألزمها بنشر أهدافها وعدم ادخال أى تعديلات عليها إلا بموافقة المساهمين . وعليها أيضاً أخذ موافقة المساهمين على العقود التى تبرمها مع مستشارى الاستثمار . كما قضى القانون كذلك بأن يتضمن مجلس إدارتها أعضاء من غير المؤسسين أو العاملين Outsiders وأن تتبع تلك الشركات أسس واجراءات محاسبية موحدة .

كذلك نص القانون على تحريم بعض الأمور من أهمها (١) ارتباط الشركة مع شخص ثبت ممارسته للغش والتواطىء ، (٢) ابرام الشركة لصفقات بينها وبين العاملين أو المديرين بصفتهم الشخصية دون موافقة اللجنة ، (٣) تبادل الاستثمار فى الأوراق المالية ، بمعنى قيام الشركة باستثمار جزء من أموالها فى رأسمال شركة استثمار أخرى ، على أن تقوم الشركة الأخيرة باستثمار جزء من أموالها فى رأسمال الشركة الأولى ، (٤) استخدام القروض أو الأسهم الممتازة فى التمويل ، الا فى ظروف استثنائية .

قانون حماية المستثمرين :

إذا كان افلاس البنك التجارى قد يترتب عليه ضياع جزء من أموال المودعين ، فإن افلاس بيت السمسرة قد يترتب عليه ضياع الأرصدة النقدية الدائنة للعملاء . إضافة إلى ضياع الأوراق المالية التى سبق أن اشتروها وسجلوها باسمه أى باسم بيت السمسرة . ولتحقيق الحماية للعملاء ضد مخاطر افلاس بيوت السمسرة ، صدر فى عام ١٩٧٠ قانون حماية المستثمر فى

الأوراق المالية Security Investor Protection Act الذى أنشىء بمقتضاه مؤسسة حماية المستثمر Security Investor Protection Corporation (SIPC or Sip-ic) وهى مؤسسة لا تستهدف تحقيق الربح ، تتولى تأمين حسابات العملاء لدى بيوت السمسرة(٦) .

ويتكون مجلس ادارة المؤسسة من سبعة أعضاء ، خمسة منهم يختارهم رئيس الجمهورية ، والعضو السادس يختاره وزير الخزانة ، أما العضو السابع فيختاره البنك المركزى . ويشترط أن يكون اثنين من هؤلاء الأعضاء يمارسون نشاط لا يرتبط بشئون الأوراق المالية . ويلتزم مجلس الادارة بأن يقدم للجنة الأوراق المالية والبورصة تقرير سنوى عن نشاط المؤسسة ، كما أن على اللجنة ممارسة نوع من الرقابة على القواعد واللوائح المعمول بها فى المؤسسة .

ووفقاً لقانون انشاء المؤسسة أصبحت العضوية إلزامية لكل بيوت السمسرة ، إضافة إلى كل الأعضاء فى البورصات . كما أصبح لزاماً عليهم دفع أقساط سنوية قد تصل إلى ٠,٢٥٪ من مجمل الربح ، وذلك اعتماد على حجم عمليات كل عضو . وتستخدم حصيلة تلك الأموال فى تعويض العملاء عن الخسائر التى تعرضوا لها بسبب افلاس بيت السمسرة الذى يتعاملون معه ، وذلك حينما لا تكفى أموال التصفية لتغطية مستحقات هؤلاء العملاء . ويغطى التأمين حسابات العملاء وذلك فى حدود ٥٠٠ ألف دولار للحساب الواحد . ومن المعتقد أن وجود هذه المؤسسة من شأنه أن يشجع على توجيه الأموال للاستثمار فى الأوراق المالية . كما أن من شأنه أن يجعل متغير الامكانيات المالية لبيت السمسرة ذات تأثير ضئيل ، عند اتخاذ العميل لقرار اختيار بيت السمسرة الذى يتعامل معه .

قوانين السماء الزرقاء :

يقصد بقوانين السماء الزرقاء Blue Sky Laws تلك القوانين التى تصدرها كل ولاية . ورغم التفاوت فى مكونات وتفاصيل تلك القوانين من ولاية إلى

(٦) قبل انشاء المؤسسة كانت بورصة نيويورك تعوض خسائر العملاء من أموال مخصصة لذلك الغرض . غير أن تزايد عدد بيوت السمسرة التى تعرضت للافلاس أدى إلى نضوب تلك المخصصات (French, 1989, P. 73) .

أخرى ، فإن هناك مجالات أساسية مشتركة فيما بينها . وفى مقدمة تلك المجالات مواجهة الممارسات غير الأخلاقية التى تصدر من المتعاملين فى أسواق رأس المال ، وشروط تسجيل الأوراق المالية ــ لدى الجهة المختصة فى الولاية ــ وذلك بالنسبة للأوراق التى تتداول محلياً . إلى جانب وضع شروط تسجيل بيوت السمسرة التى يسمح لها بممارسة عملها داخل الولاية ، والتى ستحظى باهتمامنا فى هذا المقام .

من بين شروط تسجيل بيوت السمسرة ــ التى تعمل كبنوك استثمار ــ ما يتعلق بالعمولات والتكاليف التى تحصل عليها فى مقابل قيامها بنشاط الاصدار . وفى بعض الولايات يكون النص غامضاً ، إذ يكتفى بالاشارة إلى أن تكون تلك العمولات والتكاليف فى حدود معقولة (Barry et al, 1991, P. 116) . وفى ولايات أخرى تتحدد تلك العمولات وكافة التكاليف المصاحبة للاصدار (سواء كانت نقدية أو عينية) بنسبة معينة تتراوح ما بين ١٥٪ إلى ٢٠٪ من حصيلة الاصدار . وإذا ما تحملت المنشأة تكاليف الاصدار ، فإن العمولة عادة ما تتراوح نسبتها ما بين ١٠٪ إلى ١٥٪ (Boomenthal et al, 1986; Bialkin & Grant, 1985) . هذا ويعترض سواردس وهيرش (Swards & Hirsch, 1989, PP. 7 A-37) على وضع قيود على عمولة وتكلفة الاصدار على أساس أنها تترك أثراً عكسياً على مهمة البحث والدراسة التى يقوم بها بنك الاستثمار لضمان التسعير المناسب للورقة المالية . ويتضاعف ذلك الأثر بالنسبة للمنشآت الصغيرة والحديثة نسبياً .

ولكن ماذا عن الولايات التى تكتفى قوانينها بالنص على أن تكون تلك العمولات والتكاليف فى حدود معقولة ؟ لمواجهة هذا النص الغامض أصدر الاتحاد الوطنى لتجارة الأوراق المالية NASD ما يقضى بأن ظروف الاصدار هى التى تحدد القدر المعقول من العمولة والتكاليف . وتتمثل هذه الظروف فى حجم الاصدار ، ونوع الالتزام أى ما إذا كان التزام كامل بتصريف الاصدار أو أنه إلتزام ببذل أقصى جهد ، ونوع الورقة محل الاصدار وهل هى سهم أو سند ، والمبلغ الكلى الذى استلمه بنك الاستثمار (بيت السمسرة) فى مقابل الاصدار ، وما إذا كان هناك مشاكل نشأت بين المنشأة وبنك الاستثمار بسبب الاصدار . أو كانت هناك قيود مفروضة على حصول بنك الاستثمار على مزايا

عينية ، مثل الحصول على صكوك تعطى له الحق فى شراء عدد من أسهم المنشأة فى تاريخ لاحق Warrants أو الحصول على عدد من الأسهم أو السندات القابلة للتحويل ... وما شابه ذلك . وفى عام ١٩٨٤ أجرى الاتحاد الوطنى دراسة كشفت عن أن تعويضات الاصدار (نقدية كانت أو عينية) التى حصلت عليها بنوك الاستثمار بلغت فى المتوسط ١٢,٤٪ من حصيلة الاصدار (Barry et al, 1991, PP. 115-116) وهو ما أُعْتُبِرَ فى عداد المعقول والمقبول .

وبالنسبة للصكوك Warrants التى يحصل عليها بنك الاستثمار كجزء من حقوقه ، تنص قوانين الولايات وكذا قرارات الاتحاد الوطنى على أنه فى حالة المنشآت التى تتحول لأول مرة من الطرح الخاص إلى الطرح العام لأسهمها Initial Public Offering (IPO) ، لا يسمح للبنك بتنفيذ الصك خلال السنة الأولى من الاصدار ولا أن تزيد فترة التنفيذ عن ٥ سنوات ، كما لا يسمح بأن يكون سعر التنفيذ أقل من سعر الاصدار . كما حددت قرارات الاتحاد الوطنى وتشريعات بعض الولايات نسبة الصكوك بما لا يتجاوز ١٠٪ من عدد الأسهم المباعة للجمهور . وإذا ما كان التزام البنك قاصراً على بذل أقصى جهد Best Efforts تكون النسبة من عدد الأسهم المباعة بالفعل ، وليس الحد الأقصى لعدد الأسهم المطروحة للبيع . بل وتنص تشريعات بعض الولايات على أن لا يقل سعر التنفيذ Exercis Price عن ١٢٠٪ من سعر الاصدار . (Barry et al, 1991, P. 116) .

ورغم القيود المفروضة على الصكوك التى قد يحصل عليها بنك الاستثمار ، والتى تستهدف وضع حد لاجمالى التعويضات التى يحصل عليها ، فإن هناك حالات صارخة كشفت عن ارتفاع شديد فى القيمة السوقية للسهم المصدر بعد أن تم تصريفه ، الأمر الذى أدى إلى إرتفاع القيمة السوقية لما يملكه البنك من صكوك . وعندما نفذت الصكوك شعرت المنشأة بأن ما حصل عليه بنك الاستثمار من عمولة كان مرهقاً لها . وبالطبع لا يمثل هذا مخالفة قانونية بأى حال من الأحوال . ويضيف بارى وزملائه (PP. 117-119) أنه رغم أن الحالات المشار إليها نادرة ، فإن التساؤل عن ضخامة عمولة الاصدار بسبب تلك الصكوك ، ينبغى أن يسبقه تساؤل آخر عن ظروف الاصدارات التى

تصاحبها صكوك ، وهو ما سوف نجيب عنه فيما تبقى من صفحات هذا القسم .

عادة ما تصحب الصكوك اصدارات الأسهم العادية التى تنطوى على قدر كبير من المخاطر . إذ تخص تلك الاصدارات منشآت حديثة وغير معروفة تحولت من الطرح الخاص إلى الطرح العام لأسهمها ، مما يجعل تصريف اصداراتها أمر تكتنفه صعوبة شديدة ، إلى درجة أنه لا يقبل تحمل مسئوليته (مسئولية تصريف الاصدار) سوى بنوك الاستثمار الأقل سمعه ، والتى عادة ما تصر على أن يكون التزامها فى حدود بذل أقصى جهد ممكن لتصريف الاصدار . ولعل فى هذا تفسير جزئى لضخامة العمولة التى تصحب تلك الاصدارات . يضاف إليها أن تلك العمولة عادة ما تغطى خدمات استشارية مستقبلة يقدمها البنك للمنشأة فيما بعد الانتهاء من تصريف الاصدار . وفى حالة اشتراك بنوك أخرى فى تسويق الاصدار Syndicate فإن ما يحصل عليه البنك المنشىء من صكوك (دون الأعضاء الآخرين) يعد تعويضاً له عن المسئولية القانونية التى تقع عليه وحده ، إذا ما إتُهم من قبل المستثمرين بأن المعلومات التى وفرها للمستثمرين ، والتى تضمنها المنشور Prospectus الذى سبقت الاشارة إليه كانت مضللة .

يضاف إلى ذلك أن حصول بنك الاستثمار على الصكوك يحمل فى طياته رسال إلى المتعاملين بأن سعر الاصدار غير مغال فيه (ان لم تكن رسالة بأن سعر الاصدار للسهم أقل من قيمته الحقيقية) ، وأن سعر السهم يتوقع له الارتفاع فى المستقبل ، والا لما قبل البنك الحصول على الصكوك فى مقابل خدمة الاصدار التى يقدمها للمنشأة . وهذا يعنى بعبارة أخرى أن الصكوك تزيل مخاطر نقص المعلومات لدى المستثمرين فى شأن الاصدار Information Asymmetry مما يزيد من جاذبيته ويضمن بيعه بالقيمة التى صدر بها . ولهذه المسألة أهميتها نظراً للظروف الصعبة التى تحيط بتلك الاصدارات ، والتى أشرنا إليها من قبل .

ورغم ذلك فقد خلص بارى وزملائه (P. 117) إلى أن الصكوك تمثل فى حقيقة أمرها ، أسلوباً للتحايل على القيود التى تفرضها التشريعات على ما

يحصل عليه بنك الاستثمار ، فى مقابل تولية شئون مثل تلك الاصدارات التى تنطوى على قدر كبير من المخاطر . كما يعتقدون كذلك فى أن تعويض البنك عن الخدمة التي يقدمها من خلال منحه عدد من الصكوك يعد مكلفاً للمنشأة ، كما أن له آثاره العكسية على ثروة الملاك الحاليين . ذلك أن تحويل تلك الصكوك إلى أسهم مستقبلاً من شأنه أن يؤدى إلى انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل العاشر .

تعاملات كبار المستثمرين بين حسن النية وسوء النية :

فى دراستين منفصلتين نشرت فى عام ١٩٩٠ ، كشف روبرت جارو (Jarrow, 1990 a, b) عن إمكانية حدوث تأثير على الأسعار من جراء صفقات يجريها كبار المستثمرين ، فى الوقت الذى يصعب فيه معرفة ما إذا كانت تلك الممارسات تنطوى على تلاعب أم لا . وفى دراسة أخرى قدم جاستنيو وجارو (Gastineau & Jarrow, 1991) أمثلة على تلك الممارسات . فمثلاً قد يقوم المستثمر بشراء فعلى لكمية كبيرة من أسهم إحدى المنشآت ، بشكل يؤدى إلى ارتفاع سعر السهم . وإذا ما تبع ذلك ببعض الوقت Time lag قيام متعاملين آخرين بشراء تلك الأسهم ــ بسبب الحركة النشطة التى أحدثها شراء تلك الكمية الكبيرة ــ فإن الأسعار تستمر فى الصعود . وعندما يقترب السعر من القمة ، يقوم المستثمر ببيع ما يمتلكه من تلك الأسهم ، ويحقق الأرباح .

ويشترط لنجاح هذه الاستراتيجية استمرار الآخرين فى شراء تلك الأسهم ، فى الوقت الذى يبدأ فيه المستثمر فى التخلص منها ، وهو ما يطلق عليه بتأثير الصفقات المتتالية Herd Effect . ذلك أن توقف الآخرين عن الشراء ــ وما قد يسفر عنه ذلك من انخفاض فى السعر ــ قد يعنى تعرض المستثمر للخسارة . وكما يبدو لا تنطوى تلك العملية على بيع مظهرى أو شراء مظهرى ، كما لا تنطوى على احتكار صريح لأسهم المنشأة المعنية ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الثانى من هذا الفصل . ليس هذا فقط بل أن تعامل المستثمر الكبير ــ الذى أطلق عليه جارو لفظ ياما Yama وهى كلمة يابانية تعنى الجبل ــ فى صفقات بكميات كبيرة يعد أمراً طبيعياً

ولا يثير الشبهات (Gastineau and Jarrow, 1991, P. 4) ومع هذا يظل التساؤل قائماً فى شأن شرعية وأخلاقية مثل هذه الممارسات .

ومن الصور الأخرى لمعاملات المستثمر الكبير قيامه بشراء سهم منشأة ما من السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلة ، فى نفس الوقت وبكميات كبيرة . وفى مثل هذه الصفقات يتوقع أن يرتفع سعر السهم فى السوق الحاضرة نتيجة لتأثير صفقة الشراء من سوق العقود المستقبلة ، وذلك بعد مضى بعض الوقت Time lag . وعندما يحدث ذلك أى يرتفع السعر فى السوق الحاضرة ، يقوم المستثمر بتصفية الصفقتين فى وقت واحد . ومن المتوقع أن ينجم عن تصفية الصفقة فى السوق الحاضر بالسعر المرتفع تحقيق بعض الأرباح . إذ من المتوقع أن يمضى بعض الوقت قبل أن يتأثر (ينخفض) السعر فى تلك السوق ، من جراء الإعلان عن تصفية الصفقة فى سوق العقود المستقبلة . وكما هو واضح فإن المكاسب المتولدة ناجمة عن تأثير الصفقتين اللتان أبرمهما المستثمر دون مساعدة أو تدخل من طرف آخر ، لذا يطلق عليها الدَفْعَة الذاتية Self-Frontrunning . وهذه الاستراتيجية كسابقتها يصعب فيها إثبات سوء النية (Gastineau & Jarrow, 1991, P. 43) .

صورة ثالثة ظهرت لأول مرة فى منتصف الثمانينات . إذ قام أحد المستثمرين بشراء كمية كبيرة من أسهم إحدى المنشآت ، فى ظل خطة مفترضة للسيطرة عليها وإقصاء إدارتها الحالية Hostile Takeover ، وهو ما ترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية للسهم . وفى محاولة الإدارة حماية نفسها تقدمت لشراء الأسهم التى فى حوزة المستثمر بسعر أكثر ارتفاعاً . والنتيجة أرباحاً للمستثمر ، وخسائر لباقى حملة الأسهم إذ انخفضت أسعار تلك الأسهم بعد احباط خطة السيطرة .

والآن هل يمكن الحكم على وجه اليقين على أن المستثمر كان حسن النية أو سيء النية ؟ لقد اشتكى ــ رغم الأرباح التى حققها ــ من أنه كان يأمل فى السيطرة على المنشأة ، ولكنه تنازل عن رغبته لسبب انسانى هو أن لا يفقد أعضاء الإدارة وظائفهم . ومن حسن الحظ أنه رغم قصور القانون عن معالجة هذا النوع من الممارسات ، إلا أن القضاء وجد منفذاً أعتبرت بمقتضاه تلك

الممارسات غير قانونية . حقاً قام المستثمر بشراء الأسهم من السوق وباعها أيضاً فى السوق ، إلى أن البيع تم للمنشأة التى أصدرت الأسهم فى ظل ظروف يشوبها القصر والارغام (Gastineau & Jarrow, 1991, PP. 44-45) .

وفى محاولة لحسم الموقف القانونى لممارسات كبار المستثمرين يقترح قارو (Jarrow, 1990 b) وجاستنيو وقارو (Gastineau & Jarrow, 1991) الحكم عليها من خلال ثلاثة شواهد ، إذا ما توافرت أعتبر التصرف غير قانونى . وتتمثل هذه الشواهد فى (١) أن تشير التوقعات إلى أن ثروة المستثمر بعد تصفية الصفقة ستكون أكبر من الثروة التى خصصت لتنفيذها ، وهو ما يعنى تحقيق ربح (٢) أن لا تمثل الصفقة فرصة من فرص المراجحة ، التى تتاح لصغار المستثمرين (٣) أن تكون الأرباح المتوقعة ناجمة أساساً عن ضخامة الصفقة ومن تباين مؤقت فى سعر السهم . وإذا ما وضع القارىء تلك الشواهد نصب عينيه ، سوف يتضح له أن الممارسات التى أشير إليها فى هذا القسم ، تدخل فى عداد الممارسات غير الأخلاقية التى ينبغى أن يعالجها المشرع .

الخلاصة :

كشفت التحقيقات عقب انتهاء الكساد العظيم عن أن أسواق رأس المال كانت سبباً أساسياً فى حدوثه . فقد كانت التشريعات قاصرة عن تحقيق الانضباط فى التعامل ، إضافة إلى أن ممارسات غير أخلاقية قد وقعت من الأطراف المتعاملة وكان لها أثراً كبيراً فى حدوث الأزمة . ومن بين تلك الممارسات البيع الصورى ، والاحتكار ، واستغلال ثقة العملاء ، واتفاقيات التلاعب . ولمواجهة تلك المثالب صدرت فى الولايات المتحدة سلسلة من التشريعات تستهدف وضع حد لتلك الممارسات ، كما تستهدف وضع قواعد جديدة تحكم العلاقات بين الأطراف المختلفة بشكل ، يضيق الفرصة أمام ظهور المزيد من أشكال الممارسات غير الأخلاقية . ومع هذا فإن الواقع قد أثبت استحالة ذلك . يضاف إلى ذلك أنه قد ظهرت ممارسات جديدة لكبار المستثمرين ، يمكن أن تعتبر بحق نوعاً من الغش والاحتيال ، والتى تقضى من المشرع اتخاذ خطوة تجاهها .

الباب الثالث
البيانات والمعلومات التى تهم المستثمر

تناول الباب الأول الأوراق المالية بصفة عامة ، وتلك التى تتداول فى أسواق رأس المال بصفة خاصة . أما الباب الثانى فقد خصص لهيكل أسواق رأس المال الفورية التى هى محور الاهتمام فى هذا الكتاب ، والتى تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل . أما فى هذا الباب فنعرض للبيانات والمعلومات التى تهم المستثمرين فى تلك الأوراق ، وذلك فى فصلين متتاليين هما الفصل السادس والفصل السابع . ففى الفصل السادس نعرض للمعلومات الأساسية اللازمة للمستثمر ومصادر الحصول عليها ، أما الفصل السابع فيخصص لواحد من أهم تلك المصادر وهو مؤشرات أسعار الأوراق المالية .

الفصل السادس
المعلومات الأساسية اللازمة للمستثمر
ومصادر الحصول عليها

لكى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرار السليم فى شأن شراء أو بيع ورقة مالية ما ، ينبغى أن يتوافر لديه المعلومات التى يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها ، وهو ما يتطلب بدورة الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة . فمعرفة تلك العوامل من شأنها أن تكشف عن طبيعة المعلومات المطلوبة ، ومعرفة المعلومات من شأنها أن تكشف عن المصدر الملائم للحصول عليها . وفى حدود هذا الاطار يمكن القول بأن القسم الأول من هذا الفصل سوف يعنى بالمتغيرات المحددة للسعر الذى تباع به الورقة المالية أى قيمتها السوقية . يتبعه القسم الثانى الذى يعرض للمعلومات المؤثرة على تلك المتغيرات ، فالقسم الثالث الذى يعنى بالمصادر التى يمكن الحصول منها على تلك المعلومات . وعلى الرغم من أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد من بين أهم المعلومات التى تساعد على اتخاذ القرار الاستثمارى ، إلا أننا آثرنا أن نفرد لها فصلاً مستقلاً هو الفصل السابع ، وذلك أعترافاً بأهميتها ليس للمستثمرين فحسب بل وللقائمين على شئون الاقتصاد فى الدولة .

هذا ونظراً لأن أهمية المعلومات ترتبط بقرارات الاستثمار فى الأسهم العادية أكثر من إرتباطها بقرار الاستثمار فى السندات ، فإن العرض فى هذا الفصل والفصول التالية ـــ التى ترتبط بالمعلومات ـــ سوف ينصرف فى الأساس إلى الأسهم العادية[1] .

محددات القيمة السوقية للسهم :

كما سبقت الإشارة تتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار فى الأسهم العادية : على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية (Lorie et al, 1985, PP. 5-7) . وفى هذا الصدد يتفق الأكاديمين والممارسين على أن السعر الذى

---

(١) تختلف الأسهم عن السندات فى أن قيمتها السوقية تتأثر بدرجة أكبر بالمعلومات الواردة إلى السوق .

يباع به السهم فى السوق يتحدد على ضوء القيمة السوقية للمنشأة ، والتى تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما : التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عملياتها (صافى الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قيمة قسط الاهلاك) ، والمعدل الذى تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التى تعادل القيمة السوقية للمنشأة(٢) .

وبالنسبة للمتغير الأول أى التدفقات النقدية المتوقعة ، فإنها تتأثر تأثراً مباشراً بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف . هذا وإذا كانت الرقابة على التكاليف تتوقف إلى حد كبير على عوامل من داخل المنشأة ذاتها ، فإن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية اضافة إلى العوامل الخارجية . ويأتى فى مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتى من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها ، ومدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها . كذلك هناك الظروف الاقتصادية العامة من كساد أو رواج أو تضخم ، وهى بالطبع ظروف تتأثر بها كافة المنشآت وان كان ذلك بدرجات متفاوتة . وأخيراً لا يمكن تجاهل الظروف الدولية ، والتى قد يكون لها تأثير قوى على اقتصاد الدولة ، وهو تأثير يمتد فى النهاية إلى التدفقات النقدية للمنشآت العاملة بها .

أما المتغير الثانى المحدد للقيمة السوقية للمنشأة ، وهو معدل خصم التدفقات النقدية ، فيتمثل فى الحد الأدنى لمعدل العائد الذى يطلبه المستثمر ، الذى يوجه أمواله للاستثمار فى الأوراق المالية التى تصدرها المنشأة المعنية . ويتحدد هذا المعدل على ضوء ثلاثة متغيرات أساسية هى : معدل الفائدة الحقيقى ، ومعدل التضخم ، ومعدل للعائد يكفى للتعويض عن مخاطر الاستثمار (هندى ، ١٩٩١ أ) . ويقصد بمعدل الفائدة الحقيقى Real Rate of Interest العائد الذى يعوض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق اشباعات (منافع) حاضره ، نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار . ويعتبر هذا العائد فى حقيقته تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن ، طالما أنه يرتبط بتأجيل تحقيق اشباع من أموال يمتلكها .

(٢) للمزيد من التفصيل عن هذا الموضوع يمكن الرجوع لكتاب الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر للمؤلف .

هذا وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذى كان يمكن أن يحققه المستثمر ، لو أنه وجه أمواله إلى مجالات استثمار لا تتعرض لمخاطر بالمره . ويعتبر العائد على أذونات الخزانة التى تصدرها الحكومة والتى عادة ما لا تتجاوز فترة استحقاقها عن سنة ، مثالاً للعائد على الاستثمار الخالى من المخاطر Risk Free Rate أى مثالاً للمعدل الحقيقى للفائدة (Lorie et al, 1985, P. 5) . ويؤكد عدد من الدراسات على أن معدل الفائد المذكور لا يمكن أن يكون ثابتاً (Rose, 1988) وانه يتحدد وفقاً للسياسة النقدية Monetary Policy التى يحكمها حجم الطلب وحجم العرض على النقود (Branson, 1979; Haley & Schall, 1979, PP. 66-70) وهو ما يعنى بعبارة أخرى أن الظروف الاقتصادية العامة فى الدولة تعد محدداً حاسماً لمعدل الفائدة الحقيقى ، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار بالتبعية .

أما العامل الثانى المؤثر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار فهو معدل التضخم ، أو ما يطلق عليه بتأثير فيشر Fischer Effect الذى عادة ما تعرض له مؤلفات الادارة المالية (Carrington & Crouch, 1987; Cuillity, 1987; Lintner, 1976) وأكدت على تأثيره دراسات فلدستين واكستين (Fledstein & Eckstein, 1970) وفاما (Fama, 1975) ويين (Yun, 1984) التى أوضحت أن معدل الفائدة السائد فى السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقى ، لكنه معدل اسمى يتضمن فى جزء منه ما يكفى لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم . كما أوضحت تلك الدراسات كذلك أن النسبة بين معدل التضخم وبين نسبة التغير فى المعدل الاسمى للفائدة Nominal Rate of Interest فى ظل افتراض عدم وجود ضرائب هى ١ : ١ . وهو ما اعترف به بارث وبرادلى (Barth & Bradley, 1988) حيث أشاروا إلى وجود هذه العلاقة حتى فى ظل معدلات التضخم غير المستقرة . أما فى ظل افتراض وجود ضرائب تصبح النسبة أقل من ذلك (هندى ، ١٩٩١ أ) (Bodie, 1976; Nelson, 1976; Gandolfi, 1976; Jaffe, 1985) . وغنى عن البيان أن مخاطر التضخم قد تتولد عن الظروف الاقتصادية فى الدولة ، أو قد تنجم عن تأثير الظروف الاقتصادية السائدة فى دول أخرى تربطها بالدول المعنية علاقات تجارية .

أما المتغير الثالث المحدد للعائد الذى يطلبه المستثمرين أى معدل العائد الذي يكفى للتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة ، فيتوقف على حجم مخاطر الأعمال Business Risk كما يتوقف على حجم المخاطر المالية Financial Risk . وهذين النوعين من المخاطر يرجعان أساساً إلى المنشأة وظروف الصناعة التى تنتمى إليها ، وهو ما سوف نعرض له فى الفصل العاشر من هذا الكتاب .

المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم :

خلص القسم الأول إلى أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء متغيرين هما : التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المنشأة ، والمعدل الذى تخصم به هذه التدفقات ، فإن هذين المتغيرين بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة فى داخل المنشأة وفى داخل الصناعة التى تنتمى إليها . هذا فضلاً عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة فى الدولة والتى تتأثر بدورها بالظروف الدولية . ولقد سبق لنا أن عرضنا فى عجالة لماهية تلك الظروف ، غير أن الأمر يحتاج إلى خطوة إضافية تتمثل فى ترجمة تلك الظروف إلى معلومات يحتاجها جمهور المستثمرين ، وهو ما سوف نعرض له فى هذا القسم . وسوف نبدأ أولاً بالمعلومات التى تتصل بالشئون العالمية ، حتى تتكون لدى المستثمر فكرة عن تلك الظروف ، ومدى تأثيرها على الاقتصاد القومى فى الدولة التى يستثمر فيها أمواله . يأتى فى المرحلة التالية المعلومات التى تخص البيئة المحلية أى الدولة التى تستثمر فيها الأموال . وبتوافر المعلومات عن الظروف العالمية والظروف العامة المحلية ، يمكن الانتقال إلى المعلومات عن الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة ، ثم المعلومات المتاحة عن المنشأة ذاتها .

الشئون العالمية :

يقصد بالشئون العالمية فى هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة فى منطقة ما ، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية فى دولة بعينها . مثل هذه الاحداث وما شابهها عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى ، ويكون لها بصمات على حركة أسواق رأس المال بها . ويحدثنا التاريخ الحديث على تأثر اقتصاد وأسواق رأس المال فى العديد من الدول بالأزمة

القلبية الطارئة التى أصابت الرئيس الأمريكى جورج بوش فى عام ١٩٩١ ، وبحرب الخليج ، وبالتغيرات الجذرية التى حدثت فى الاتحاد السوفيتى ، وباغتيال الرئيس الأمريكى جون كيندى والملك فيصل آل سعود والرئيس محمد أنور السادات . وإذا كانت تلك المعلومات فى صوره قد لا تسمح للمستثمر العادى أن يستخلص منها العبر والنتائج ، فأن هناك محللين وخبراء المال الذين عادة ما ينشرون وجهات نظرهم ــ فى صحف ومجلات ــ بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال فيها ، بل وتأثيرها على الأوراق المالية التى تصدرها منشأة ما .

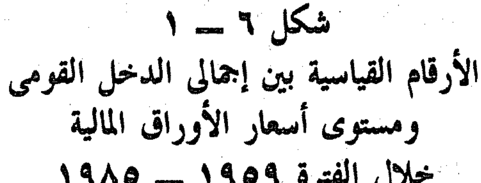
الظروف الاقتصادية المحلية :

إذا كانت الحالة الاقتصادية فى الدولة تتأثر بما يجرى فى العالم من احداث ، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها . ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادى فى الدولة ، ومستوى التضخم ، واتجاه سعر الفائدة ، والدورات الاقتصادية ، ونسبة البطالة ... وغير ذلك من احداث . وإذا ما تذكر القارىء ما ورد فى القسم الأول فى شأن محددات أسعار الأوراق المالية ، سوف يتضح له أن لتلك الأحداث أثرها على كل من التدفقات النقدية المستقبلة للمنشأة ، والمعدل الذى على أساسه يتم خصم هذه التدفقات . وإذا كان الأمر كذلك فإنه يصبح من المتوقع أن تكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية فى الدولة ، وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة فى أسواقها . وهذا ما كشف عنه تقرير لوزارة التجارة الأمريكية عن الأرقام القياسية لمستوى كل من الدخل القومى الاجمالى Gross National Product ومستوى أسعار الأوراق المالية فى السوق الحاضرة خلال الفترة ١٩٥٩ ــ ١٩٨٥ ، والذى يصوره شكل ٦ ــ ١ الذى يعكس علاقة طردية فى مجملها بين هذين المتغيرين (Huany & Randall, 1987, P. 82) .

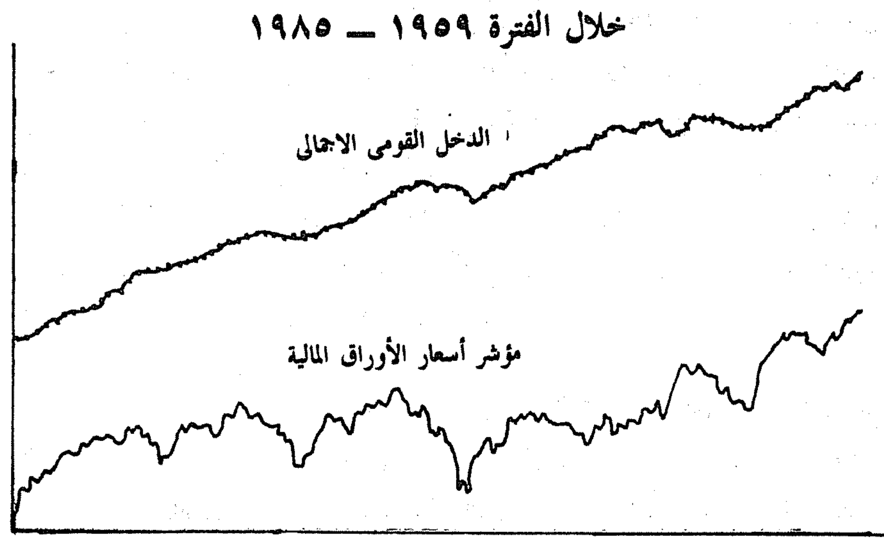
وفى محاولة للوقوف على حجم تأثير الظروف الاقتصادية العامة على الأسعار التى تباع بها الأسهم فى أسواق رأس المال ، كشفت دراسة بريلى (Brealey, 1969, PP. 59-61) عن أن حجم هذا التأثير يعادل تماماً حجم التأثير الذى تحدثه الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها . بعبارة أكثر دقة أن نسبة تتراوح ما بين

٣٠٪ إلى ٣٥٪ من التغير فى سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية العامة ، ومثلها أيضاً يعزى إلى التأثير الذى تحدثه الظروف المحيطة بالمنشأة التى أصدرت السهم . أما تأثير ظروف الصناعة فتتراوح نسبته ما بين ١٥٪ ، ٢٠٪ ، أما الباق (ما بين ١٥٪ ، ٢٠٪) فيمثل تأثير عوامل أخرى .

وهذه النتائج لا تختلف كثيراً فى مضمونها ـــ على الأقل بالنسبة لتأثير الظروف الاقتصادية ـــ عن نتائج دراسة بال وبراون (Ball & Brown, 1986) التى كشفت عن أن تأثير الظروف الاقتصادية العامة على أسعار أسهم منشأة ما تتراوح بين ٣٠٪ إلى ٤٠٪ ، أما تأثير ظروف المنشأة ذاتها فيتراوح ما بين ١٠٪ إلى ١٥٪ . كما لا تختلف تلك النتائج أيضاً عن نتائج دراسة أخرى كشفت عن أن تأثير الحالة الاقتصادية العامة على أسعار الأسهم تبلغ فى المتوسط ٣١٪ ، أما تأثير ظروف الصناعة فتبلغ نسبته ١٢٪ فى المتوسط (King, 1966; Rancliffe, 1982, P. 312) . ولعل فى هذا تأكيد على أهمية المعلومات بشأن الظروف الاقتصادية المستقبلة .



شكل ٦ ـــ ١
الأرقام القياسية بين إجمالى الدخل القومى
ومستوى أسعار الأوراق المالية
خلال الفترة ١٩٥٩ ـــ ١٩٨٥



ظروف الصناعة :

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة فى الدولة تؤثر على كافة الصناعات ، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى . بل ويمكن القول بأن الصناعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة . فمثلاً صناعة السيارات وصناعة انتاج الكهرباء يختلفان تماماً من حيث تأثرهما بما يجرى من احداث اقتصادية . وصناعة بناء المساكن تعد من أكثر الصناعات تأثراً بالتغيرات فى أسعار الفائدة (Huang & Randall, 1987, PP. 53, 81) . بل وأن معدل النمو فى صناعة ما ـــ نتيجة لازدهار اقتصادى عام ـــ قد يزيد أو يقل عن مثيله فى صناعة أخرى .

وهذا التباين فى تأثير الظروف الاقتصادية يرجع فى الأساس إلى عوامل فى داخل الصناعة نفسها . ومن الأمثلة على تلك العوامل مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشرى مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية ، والفرص المستقبلة لتنمية المنتجات ، والمنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعاً بديلة ، والمنافسة بين شركات الصناعة نفسها ... وغير ذلك من العوامل . وكما يبدو فإن للمعلومات المتاحة عن تلك الأمور تأثير ـــ لا شك فيه ـــ على قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت المكونة للصناعة .

يعاب على المعلومات المشار إليها ـــ مثلها فى ذلك مثل المعلومات عن الظروف الاقتصادية أو الشئون الدولية ـــ أنها فى صورة خام ، أى تحتاج إلى تحليل عميق للوصول إلى استنتاجات أكثر وضوحاً ، وربما لا يستطيع المستثمر العادى القيام بها . غير أنه من حسن الحظ توجد معلومات أخرى مشتقة من تلك المعلومات الخام ، تزود المستثمر بالمعرفة التى قد تساعده فى اتخاذ القرار الاستثمارى الصحيح . ومن بين تلك المعلومات ما ينشر من وجهات نظر المحللين والخبراء بشأن تأثير المعلومات المتاحة على صناعة ما ، وعادة ما تتاح تلك المعلومات بالمجان أو بتكاليف زهيده .

ظروف المنشأة المصدرة :

تتباين المنشآت فيما بينها حتى لو كانت تنتمى لنفس الصناعة . ومن بين مجالات التباين المستوى التكنولوجى للعمليات ، والتنظيم ، والمركز التنافسى ،

وهيكل التمويل ... وما شابه ذلك . وعادة ما تتفوق المنشأة فى مجال أو مجالات معينة دون غيرها ، إذ من الصعب أن توجد المنشأة التى تتفوق على كافة المنشآت فى كافة المجالات .

وإذا كانت تلك المعلومات ذات قيمة وأهمية للمستثمرين ، فإنها عادة ما تكون متاحة بالمجان أو بتكاليف ضئيلة . وقد تتاح فى صورة أخبار منشورة ، أو فى صورة تقارير أو تحليلات صحفية تكشف عن التأثير المحتمل للتحديث التكنولوجى لعمليات المنشأة ، أو لاعادة التنظيم ، أو لاصدار أوراق مالية جديدة . وسوف يكشف القسم الثالث عن المزيد من المعلومات المنشورة عن منشآت الأعمال ، والتى تعد ذات قيمة كبيرة لجمهور المستثمرين .

مصادر الحصول على المعلومات :

كشف القسم الثانى عن طبيعة المعلومات التى تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فى سوق رأس المال . ولكن من أين يمكن للمستثمر الحصول على تلك المعلومات ؟ فى اجابتنا على هذا السؤال سوف نركز على المصادر المتاحة للمستثمرين فى السوق الأمريكية ، نظراً لأنها أكبر وأكفأ أسواق العالم بأسره كما سبقت الاشارة ، وان العديد من المؤسسات والأفراد فى العالم العربى توجه جزءاً من استثماراتها إلى أوراق مالية متداولة فى تلك السوق . يضاف إلى ذلك سبب آخر هو إثراء المعرفة بشأن مصادر المعلومات على أمل تنميتها فى أسواقنا العربية ، خاصة وأن نقص المعلومات لدى أفراد الجمهور هو من أهم أسباب أحجامهم عن توجيه الأموال إلى الاستثمار فى الأوراق المالية . إضافة إلى أن نقص المعلومات من شأنه أن يضعف كفاءة السوق ويترك أثراً عكسياً على حجم التعاملات فيه .

ونظراً لأن المعلومات المتاحة للمستثمر فى تلك السوق هائلة ، وبشكل يصعب معه تغطيتها فى المساحة المخصصة لها فى هذا الكتاب ، إضافة إلى أن تكلفة الحصول عليها من بعض المصادر قد تكون مرتفعة ــ على الأقل ــ بالنسبة لصغار المستثمرين ، فقد آثرنا أن نركز على المصادر الرخيصة أو المجانية التى يمكن أن يحصل منها المستثمر على معلومات تفيده فى اتخاذ قرار الاستثمار فى

الأوراق المالية . أما إذا رغب فى الحصول على معلومات أكثر تفصيلاً عن ورقة مالية معينة ، حينئذ يمكنه أن يستعين بالمكاتب الاستشارية المتخصصة التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث . كما يمكنه أن يستعين بخبرة بيت السمسرة الذى يتعامل معه ، وذلك للحصول على خدمة خاصة فى هذا الشأن . وفيما يلى نعرض لأهم مصادر المعلومات التى عرض لها القسم الثانى .

يمكن تقسيم مصادر المعلومات إلى سبعة مصادر هى : الصحف ، والمجلات المتخصصة ، ومطبوعات مستشار الاستثمار ، وتقارير المنشآت ، ومنشورات بيوت السمسرة ، والمطبوعات الحكومية ، وبنوك المعلومات . مرة أخرى يأمل المؤلف أن تسهم تغطية تلك المصادر فى تنمية وتطوير مصادر المعلومات فى الأسواق العربية .

أولاً : الصحف :

من أبرز الصحف الأمريكية التى تهم المستثمرين صحيفة نيويورك تايمز ، وصحيفة وول ستريت ، ثم صحيفة يوميات المستثمر .

١ ـــ صحيفة نيويورك تايمز :

صحيفة نيويورك تايمز New York Times (NYT) هى صحيفة يومية لها مكانتها بين الصحف الأمريكية ، وذلك لتوخيها الدقة فى ما تنشره من أخبار ، اضافة إلى سرعتها فى نقل الجديد منها إلى قرائها . ففى تلك الصحيفة تجد أهم الأخبار عن الشئون العالمية والشئون المحلية سواء كانت سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية . إضافة إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التى تتناولها تلك الأخبار ، والآثار التى يمكن أن تنجم عنها . كذلك تعرض الصحيفة فى قسم خاص للأخبار المالية العالمية والمحلية ، ومعلومات عن أحوال أسواق المال فى العديد من الدول . إضافة إلى قصص بارزة عن منشأة أو صناعة معينة فى داخل أو خارج الولايات المتحدة .

٢ ـــ صحيفة وول ستريت :

أما صحيفة وول ستريت Wall Street Journal (WSJ) فتصدر خمسة أيام

فى الأسبوع ، أى فيما عدا يومى السبت والأحد . وهى من أوسع الصحف الأمريكية انتشاراً ليس فى الولايات المتحدة فقط بل وفى خارجها . وهى تزود القارىء بمعلومات مشابه لتلك التى تزوده بها صحيفة نيويورك تايمز ، غير أنها تنشر أيضاً وجهات نظر الخبراء فى شأن المستقبل . وتكشف المقارنة بين الصحيفتين عن أن صحيفة نيويورك تايمز تحقق تغطية أفضل للشئون العالمية وأسواق النقد ، أما صحيفة وول ستريت فتحقق تغطية أفضل للمعلومات عن المنشآت المصدرة للأوراق المالية المتداولة فى أسواق رأس المال . وكما يبدو فإن تلك الصحيفة تعد ذات أهمية أكبر لقارىء هذا الكتاب ، ومن ثم سنعرض لمحتوياتها بشىء من التفصيل ، لعل ذلك يثير حفيظة المهتمين بأسواق المال فى عالمنا العربى لاصدار صحيفة مماثلة .

فى الصفحة الأولى من الصحيفة المذكورة يجد القارىء ملخصاً لأهم الأخبار فى العالم بأسره ، إضافة إلى أهم أخبار المال والأعمال فى الولايات المتحدة . ففى عدد ١٨ أبريل من عام ١٩٩١ مثلا كان هناك أخبار عن أوغندا والهند . وأخبار عن استعداد حكومة السويد لاعادة شراء السندات التى سبق أن اصدرتها بالعملات الأجنبية . وأخبار اندماج شركات فى صناعة المشروبات الكحولية فى استراليا ، وتحسن الدولار فى مقابل الين . ويصور شكل ٦ ـــ ٢ مقاطع من نص هذه الأخبار .

كما تشتمل الصفحة الأولى كذلك على أعمدة وتقارير خاصة عن شئون المال والأعمال . ففى العدد المذكور من تلك الصحيفة ، كانت هناك أعمدة وتقارير عن تغيير فى ادارة شركة التليفون والتلغراف الأمريكية . وأخرى عن محاولة السيطرة Takeover على احدى شركات انتاج الفحم فى استراليا . وثالثة عن تقديم عريضة لاتخاذ اجراءات افلاس مؤسسة الاسكان الأمريكية . ورابعة عن أرباح مؤسسة السينما هناك . ويصور شكل ٦ ـــ ٣ مقاطع من نص هذه الأخبار .

وفى الصفحات الداخلية توجد أعمدة وأخبار تتناول موضوعات تتراوح ما بين بيانات اقتصادية عامة إلى بيانات ومعلومات عن منشآت بعينها . ففى ذات العدد الذى سبق ذكره من صحيفة وول ستريت ، كان هناك تقرير إخبارى

شكل ٦ ـ ٢

أخبار عالمية

Dollar Gains on Yen As Trading Stays Thin

Reuters

NEW YORK — The dollar finished higher on Wednesday, posting its largest gain against the yen, which fell in active cross trading.

"The biggest move today was in

3 Top Uganda Officials Are Accused of Treason

The Associated Press

KAMPALA, Uganda — The foreign minister and two National Assembly members have been arrested on suspicion of treason, the government said Wednesday.

Foreign Minister Omara Atubo and the legislators, Zachary Olum and Irene Apie, have been accused of supporting rebel groups operating in the north. No charges against the three had been filed.

Australian wine merger agreed

MILDARA WINES is offering A$55.8m (US$44m) for Wolf Blass Wines in a bid to form a business that would control 3 per cent of the Australian domestic wine market by volume, Reuter reports from Sydney.

Mr Wolf Blass, Wolf Blass's executive chairman and holder of 53 per cent of the company's shares, said he would accept the share/cash offer worth A$1.04 for each Wolf Blass share.

Sweden to Buy Back Foreign-Currency Bonds Valued at $1.1 Billion

AP-Dow Jones News Service

STOCKHOLM—Sweden is offering to repurchase its bonds in foreign currencies amounting to about 6.5 billion kronor ($1.1 billion).

The "reversed auction" is an unusual move, said Christine Holm of the National Debt Office, the agency responsible for administering government bond issues. The action follows sizable flows of foreign currency into Sweden late last year.

When the central bank raised money market rates 5% to 17% last October to thwart foreign-currency outflows, Swedish foreign-currency reserves swelled to record levels. Currently, reserves are at 111 billion kronor, compared with 55 billion kronor prior to the rate increases.

India fears export fall in diamonds

By R.C. Murthy in Bombay

A STEEP fall in India's exports of cut and polished diamonds is feared next month after a disruption in imports of "rough" diamonds, on which the exporters depend.

The fall is expected to follow the 50 per cent cash deposit put on letters of credit for raw diamond imports three weeks

شكل ٦ — ٣
أعمدة وتقارير عن شئون المال والأعمال

AT&T to replace four NCR directors

By Louise Kehoe in San Francisco and Karen Zagor in New York

AMERICAN Telephone and Telegraph (AT&T) has succeeded in ousting four directors of NCR, the fifth-largest US computer manufacturer, including the chairman, Mr Charles Exley.

NCR said that following certification of the results of a shareholders' vote last month, it is expected that AT&T's four nominees will replace Mr Charles Exley Jr, chairman and chief executive; Mr Gilbert P. Williamson, president; Ms Cathleen Morawetz; and Mr William Bowen.

AT&T had tried to win control of NCR's 12-member board of directors as part of its hostile takeover bid. NCR claimed victory in the proxy battle, however, because AT&T failed to remove all of its directors. NCR has also said that it might expand the board to reinstate any ousted directors.

General Cinema Deal in Jeopardy

BOSTON (AP) — General Cinema Corp. signaled Monday that a proposed merger with Harcourt Brace Jovanovich Inc. was in jeopardy, since talks had broken off with Harcourt bondholders who hold a key to the $1.4 billion deal.

Harcourt, a heavily indebted publishing and insurance company, has been looking for a buyer to infuse it with cash, and a breakdown of the merger could lead it to file for protection under U.S. bankruptcy laws, said Bert Boksen, an analyst at Raymond, James & Associates.

US Home files for Chapter 11 protection

By Nikki Tait

US HOME Corporation, the troubled Houston-based housebuilder, yesterday filed for protection under Chapter 11 of the US Bankruptcy Code – after months of negotiations with its bankers failed to achieve a debt restructuring.

Cail values shares at A$12 in bid rejection

By Mark Westfield in Sydney

COAL AND Allied Industries, the Australian coal group, has predicted earnings of A$55.2m (US$43m) for the year ending June 1990 and values its shares at A$12 a share in its formal rejection of the A$7.85 a share takeover offer from CRA, the resources group.

In their formal response to the CRA offer, which values Cail at A$437m, the directors claimed that shareholders speaking for 52 per cent of the company's capital had indicated they would not accept the bid.

شكل ٦ ـ ٤

أعمدة وأخبار اقتصادية عامة

Bonds End Flat As Strength Ebbs On Late Selling

Rail Workers' Strike Helps By Lending Bullish Tint, But Profit-Takers Move In

U.S. CREDIT MARKETS

AP-Dow Jones News Service

NEW YORK—Prices of U.S. Treasurys ended flat to slightly higher, losing some ground on late profit-taking.

Some analysts said the prospects of economic damage stemming from a U.S. rail workers' strike lent a bullish tint to the market that deepened as the trading session wore on.

Increase of 17.58 Points Comes Despite a Lack Of Easing by the Fed

By Douglas R. Sease And John R. Dorfman
Staff Reporters

NEW YORK—The Dow Jones Industrial Average concluded a long flirtation with the 3000 mark by closing above that level Wednesday with room to spare.

Investors counting on an economic recovery in the U.S. that has yet to show itself bid the industrial average up 17.58 points to a record 3004.46 in heavy trading. Other market measures hit new highs, too, though for them record-breaking has become a habit lately. The Standard & Poor's 500-stock index climbed 2.85 points to 390.47 and the Nasdaq Composite Index, a measure of small-stock prices, rose 4.55 points to 511.30.

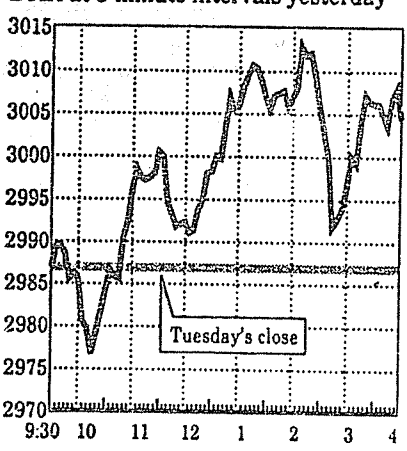
3,000: *Dow Tops the Magic Mark*

U.S. Oil Output Shows 1st Rise In Five Years

By Caleb Solomon
Staff Reporter

HOUSTON—U.S. oil production in the first quarter rose 1.2% to 7.5 million barrels a day, the first increase after five years of steep and steady declines.

At the same time, U.S. oil imports plunged 17%, or nearly 1.5 million barrels daily, partly as a result of the increase in domestic output, according to the American Petroleum Institute, the industry's chief trade group. During the quarter, war and recession cut into demand.



شكل ٦ ـ ٥
تقارير وأخبار عن صناعات ومنشآت معينة

For the Record

American Telephone & Telegraph Co. said Wednesday that its first-quarter earnings rose 6.6 percent from a year ago, despite the recession and flat revenue in its long-distance telephone network. *(AP)*

Coca-Cola Co. reported a 13 percent increase in earnings for the first quarter, fueled in part by stronger sales in overseas markets during a sluggish time in the U.S. beverage business. Net income rose to $320.9 million, while revenue rose 15.5 percent, to $2.48 billion. *(A*

Philip Morris Earnings Surge 21%

NEW YORK (Reuters) — Philip Morris Cos. announced Wednesday that first-quarter net income rose 21.4 percent, to $942 million, from $775 million in the year-earlier quarter.

It said quarterly operating in--

Oil sector remains in favour

THE oil majors were to the fore yesterday, still responding to the recent spate of buy notes on the sector, the firmness of crude oil prices and suggestions that buying in the past few sessions had uncovered a number of stock shortages among marketmakers.

The heaviest turnover in the sector – 9.7m shares – was in BP, where the shares ran up strongly to 359p before ending the day a net 6 higher at 355p.

D&B Earnings Fell 13% in First Quarter

By a Staff Reporter

NEW YORK—Dun & Bradstreet Corp. first-quarter earnings fell 13%, but the decline was eased by unrealized gains from foreign-currency hedging.

DFC NZ pays NZ$600m debt to big creditors

DFC NZ, the troubled investment bank, yesterday made a NZ$600m (US$353m) payment to large creditors, meaning that NZ$1.7bn of the former government-owned bank's debt of NZ$2.2bn has been settled, writes Terry Hall in Wellington.

شكل ٦ — ٦

مقطعاً من عمود سُمع فى الشارع

Trucking Issues May Screech to Halt Following Their Long Uphill Climb

HEARD ON THE STREET

By John R. Dorfman
Staff Reporter

NEW YORK—U.S. trucking stocks have rolled to big gains this year. Most climbed about 25% in the first quarter, on top of a similar gain in the last quarter of 1990.

A few forces have been at the truckers' backs. Investors anticipate an economic recovery, and they're willing to pay for it in advance in the stock market. In December, Elaine Garzarelli, a respected market analyst with Shearson Lehman Brothers, gave trucking issues a boost with an enthusiastic recommendation. And more recently, investors started to anticipate the U.S. train workers' strike that started Wednesday morning.

But after a long, fast run, trucking stocks are due for a pit stop, some market pros say. "The stocks seem to reflect a full recovery already," says Anthony B. Hatch, analyst for PaineWebber. He had recommended **Yellow Freight** earlier this year, but now carries a neutral rating on all the truckers except for **Consolidated Freightways**, which he calls a "sell."

David Dreman, managing director of Dreman Value Management in New York, says trucking stocks are "pretty far down the list" of things he might buy. "The truckers have had a lackluster record right through the decade," he says. "Their best years were in the 1960s and 1970s. I don't think they're all that attractive, when you compare them to other industries for a cyclical turnaround."

As plays on a recovering U.S. economy, Mr. Dreman prefers aluminum, auto, chemical, and paper stocks. For people who want a transportation stock, how about a nice railroad? "When you buy the railroads, you get (natural) resources too."

Wall Street generally likes **Roadway Services** best of the trucking bunch. It is the most profitable of the group by most measures, with $150 million in cash and no debt. And its earnings have risen in each of the past three years.

According to a recent tally by Zacks Investment Research, six Wall Street analysts are recommending Roadway, compared with five to Yellow Freight, three for **Carolina Freight**, and two for Consolidated Freightways. Consolidated, locked in a struggle to turn around its ailing Emery air freight unit, has been a favorite of short sellers, who bet on stocks to decline.

David A. Katz of Matrix Asset Advisors in New York says he tends to shy away from trucking issues because their earnings

يتناول بالتحليل أول تحسن يطرأ على انتاج الولايات المتحدة من البترول منذ ٥ سنوات . وعمود تحليلى عن ارتفاع فى مؤشر دو جونز رغم القيود التى فرضها البنك المركزى الأمريكى ، وهو ما يعنى انفراج حقيقى للاقتصاد القومى . وشكل بيانى يلخص تقريراً عن بلوغ مؤشر دو جونز ٣٠٠٠ نقطة وأكثر . وتحليل اخبارى آخر عن تأثر الاقتصاد الأمريكى باضراب عمال السكة الحديد . ويصور شكل ٦ ــ ٤ مقاطع من نص هذه الأخبار . وإلى جانب تلك المعلومات ذات الصبغة العامة ، هناك الأخبار عن تحسن فى قطاع البترول ، وأخبار أخرى عن الأرباح التى حققتها بعض الشركات ، ويصور شكل ٦ ــ ٥ مقاطع من نص تلك الأخبار .

أما القسم الأخير فى الصحيفة فيشتمل على أعمدة يومية ثابتة ، تناقش قضايا المال والأعمال تحت عناوين ثابتة مثل بشائر المستقبل OutLook ، وسُمِعَ فى الشارع Heard on the Street ، ورسالة العمال Labor Letter ، وغيرها . ويوضح شكل ٦ ــ ٦ مقطعاً من عمود سُمِعَ فى الشارع فى العدد الصادر فى ١٨ أبريل من عام ١٩٩١ .

وبالإضافة إلى تلك الأعمدة هناك ملخصات يومية عن أمور مثل التوزيعات Dividends ، وملخص تقارير أرباح منشآت الأعمال Digest of Corporate Earnings Report . وملخصاً للأرباح الربع سنوية لشركات حققت مستوى أعلى من المتوقع أو أقل منه Quarterly Earnings Surprises . والتعاملات الشخصية للمديرين (بيعاً وشراء) فى الأوراق المالية للمنشأة التى يعملون فيها Inside Information . ويوضح جدول ٦ ــ ١ مقطعاً من اثنتين من تلك الملخصات .

كل ذلك إلى جانب قسم يعطى إحصاءات بشأن أسعار الأسهم ، والسندات والاختيار[٣] . فبالنسبة للأسهم تعرض الصحيفة للأسعار فى بورصة نيويورك NYSE ، يليها الأسعار فى السوق غير المنظمة الخاضعة للاتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية NASDAQ ، ثم الأسعار فى البورصة الأمريكية AMEX . ويوضح جدول ٦ ــ ٢ مقطعاً مما تتضمنه قائمة أسعار الأسهم فى

(٣) عرض الفصل الثانى لبيان كيفية نشر أسعار السندات فى جريدة وول ستريت .

تلك الأسواق الرئيسية . ففى العمود الأول والثانى أعلى سعر وأقل سعر جرى عليه التعامل فى آخر ١٢ شهر ، حيث تظهر الأسعار بكسر $\frac{١}{٨}$ دولار على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الأول . وفى العمود الثالث اسم المنشأة أى اسم السهم (مختصر) ، يلى ذلك عمود من التوزيعات .Div التى أجريت خلال الـ ١٢ شهر الماضية . ثم معدل التوزيعات .Yld الذى يحسب بقسمة قيمة التوزيعات ــ التى أجريت خلال السنة ــ على سعر الاقفال للسهم فى ذات اليوم الذى تم فيه النشر .

ثم يأتى العمود الذى يكشف عن نسبة سعر السهم إلى ربحيته Price-Earnings Ratio (P/E) والذى يتمثل فى خارج قسمة سعر الاقفال للسهم على ربحية السهم فى الاثنى عشر شهر الأخيرة . وفى العمود التالى حجم التعامل بمئات الأسهم (Sales or Sls 100s) . وفى العمودين التاليين أعلى High سعر وأقل Low سعر جرى عليه التعامل فى ذلك اليوم . ثم عمود لسعر التعامل فى آخر لحظة أى لحظة الاقفال وهى الساعة الرابعة بعد الظهر .4 P.M . أما آخر عمود فيوضح التغير فى السعر ما بين سعر اقفال الأمس واليوم Ch, ge . فمثلاً التغير فى أول سهم فى نازداك كان + $\frac{١}{٤}$ ١ وسعر الاقفال $\frac{١}{٢}$ ٣١ مما يعنى أن سعر اقفال الأمس كان $\frac{١}{٤}$ ٣٠ . هذا وكما سبقت الاشارة فى الفصل الأول تنشر أسعار الأسهم العادية بكسر قدره $\frac{١}{٨}$ ، مع ملاحظة أن الكسر الذى قيمته $\frac{٢}{٨}$ يظهر فى الصحف بقيمة قدرها $\frac{١}{٤}$ ، والكسر الذى قيمته $\frac{٤}{٨}$ يظهر فى الصحف بقيمة قدرها $\frac{١}{٢}$.

٣ ــ صحيفة يوميات المستثمر :

صحيفة يوميات المستثمر Investor's Daily هى صحيفة متخصصة فى شئون الاستثمار ، تعرض لموضوعات تهم كل من يفكر فى توجيه جزء من

جدول ٩ — ١

ملخصات لأرباح بعض المنشآت

DIGEST OF CORPORATE EARNINGS REPORTS

Continued From Page 15

STUART HALL CO (O)

Quar Mar 31:	1991	1990
Sales	$23,408,625	$19,729,829
Net income	a(247,166)	540,343
Shr earns:		
Net income	(.06)	.14

a-Includes non-recurring charges of $1,300,000.

Figures in parentheses are losses.

SUDBURY INC. (O)

Quar Feb 28:	1991	1990
Sales	$85,164,000	$98,574,000
aNet income ..	(51,121,000)	5,823,000
Shr earns (primary):		
Net income .	(3.97)	.44
Shr earns (fully diluted):		
Net income .	(3.97)	.34
9 months:		
Sales	287,958,000	342,978,000
aNet income ..	(56,427,000)	2,530,000
Shr earns (primary):		
Net income .	(4.42)	.16
Shr earns (fully diluted):		
Net income .	(4.42)	.16

a-Includes a non-recurring pre-tax charge of $42,500,000 in the quarter and nine months of 1991 and a pre-tax gain of $16,200,000 in the respective 1990 periods.

Figures in parentheses are losses.

QUARTERLY EARNINGS SURPRISES

Companies listed below reported quarterly profit substantially different from the average of analysts' estimates. The companies are followed by at least three analysts. Results in parentheses are losses.

The percent difference compares actual profit with the 30-day estimate where at least three analysts have issued forecasts in the past 30 days. Otherwise, actual profit is compared with the 120-day estimate.

COMPANY NAME	ACTUAL EPS	ESTIMATE (# of analysts) 30-DAY	120-DAY	% DIFF.
Positive				
Bear Stearns	$.60	$.41 [4]	$.41 [4]	46.34
Merrill Lynch	1.62	1.28 [3]	.94 [5]	26.56
U.S. Surgical	.58	.53 [5]	.51 [15]	9.43
Chemical Waste	.12	.11 [7]	.....	9.09
Wells Fargo	2.86	2.69 [3]	2.70 [13]	6.32
Chemical Banking	.74	....	.50 [8]	48.00
PNC Fncl	.92	.....	.70 [6]	31.43
Vitalink Comm	.18	.....	.14 [13]	28.57
CoreStates Fncl	.94	.....	.79 [8]	18.99
VF Corp.	.48	.....	.41 [3]	17.07
Negative				
Puritan-Bennett	$.10	$.27 [6]	$.30 [9]	62.96
TJ Intl	(.33)	.....	(.03) [3]	*
Louisiana Pac	(.24)	.....	(.04) [10]	500.00
Oregon Metallur	.07	.....	.22 [3]	68.18
Russell Corp.	.08	.....	.20 [3]	60.00
Timken	.13	.....	.22 [5]	40.91
Scott Paper	.40	.....	.57 [10]	29.82
Ohio Edison	.43	.....	.55 [6]	21.82
Hunt J.B. Trans	.17	.....	.21 [10]	19.05
Southwestern Bell	.75	.....	.86 [11]	12.79

Greater than 999.99%.   **Source: Zacks Investment Research**

جدول ٦ ـــ ٢
قائمة أسعار الأسهم
فى الأسواق الرئيسية

NYSE

Wednesday's Closing

Tables include the nationwide prices up to the closing on Wall Street and do not reflect late trades elsewhere. *Via The Associated Press*

12 Month High	Low	Stock	Div	Yld	PE	Sls 100s	High	Low	4 P.M.	Ch'ge
		A								
29¼	9⅛	AAR	.48	3.5	13	363	13¾	13½	13⅝	...
11½	8¾	ACMIn	1.26	11.2	...	1818	11⅜	11¼	11¼	...
9⅜	7¾	ACM n	1.26e	13.6	...	220	9¼	9⅛	9¼	...
11	8⅝	ACM Sc	1.26	11.5	...	1662	11	10⅞	11	...
9	7¼	ACMSp	1.01	11.2	...	644	9	8⅞	9	+ ⅛
8¼	6½	ACM M n	1.01	12.8	...	612	8	7⅞	7⅞	...
12⅝	10	ACMMM	1.50	12.0	...	335	12½	12⅜	12½	...
28¼	17	AL Lab	.24	.9	21	645	26⅜	26	26¼	...
2⅞	1	AM Intl		...	...	303	1½	1⅜	1½	...
15⅞	4⅝	AM In pf	2.00	18.6	...	27	10⅞	10¾	10¾	+ ⅛
10⅜	8⅝	AMEVSc	1.05a	10.2	...	42	10¼	10⅛	10¼	...
70¼	39¾	AMR		...	...	11408	63½	60⅛	63⅜	+ 2¾
44¼	29¾	ARCOCh	2.50	5.7	14	310	43⅞	43½	43¾	− ⅛
4	1¼	ARX		...	...	532	2½	2⅜	2⅜	...
56¼	38¼	ASA	3.00	6.6	...	615	45¼	44⅝	45¼	+ ⅜
4¼	1⅞	ATTC wt		...	...	155	4	3⅞	3⅞	− ¼
52½	33⅜	AbtLab s	1.00	1.9	23	8296u	54	52¾	53½	+1
14	9⅞	Abitibi g	.50	3.7	...	21	13½	13½	13½	...
9⅛	4¾	AcmeE		...	2	99	5	4¾	4⅞	− ⅛
9¾	4½	AcmeC	.40	6.0	19	47	6⅜	6½	6⅝	+ ⅛
40	22	Acuson s		...	27	3189	38¼	35¼	36⅛	− 1½
17⅛	14⅛	AdaEx	1.72e	10.0	...	317u	17⅜	17⅛	17¼	+ ⅛
14½	7	Adobe		...	...	729	7¾	7⅜	7¾	+ ⅛
21½	18⅞	Adob pf	2.40	11.9	...	20	20⅛	20⅛	20⅛	...
19⅞	16	Adob pf	1.84	10.7	...	204	17⅛	17	17⅛	− ⅛
13⅞	3⅝	AMD		...	...	20860u	14¼	13⅝	14¼	+ ⅜
35	13	AMD pf	3.00	8.6	...	273u	35⅜	34½	35	...
5¼	1⅝	Advest		...	...	411	5⅛	4⅜	[illegible]	
54⅜	29	AetnLf	2.76	[illegible]						

NASDAQ

Wednesday's Prices

NASDAQ prices as of 4 p.m. New York time. This list compiled by the AP, consists of the 1,000 most traded securities in terms of dollar value. It is updated twice a year.

12 Month High	Low	Stock	Div	Yld	PE	Sls 100s	High	Low	4 P.M.	Ch'ge
		A								
37¾	20	A&W Bd	.10e	.3	23	758	31½	30¾	31½	+1¼
14⅞	4⅛	ACC Cp	.16	1.6	19	102	10½	9¾	10	+¼
35¼	15¼	ADC		...	19	350	33¾	33¼	33¼	−⅛
31⅜	11⅜	ADT	t	...	5	8354	16	15⅝	15¾	−¼
10¼	4	ASK		...	...	1681	8⅛	7⅜	8⅛	+⅝
32¾	7⅜	AST s		...	16	9590	30½	29	30	+1½
13	6⅜	Accel	.24	2.0	8	281	12¼	11¾	12	...
16	3⅛	Aclaim		...	10	2786	4 1/16	3 11/16	3¾	−1/16
18¼	10¾	AcmeSt		...	14	200	14¾	14	14⅜	−⅜
24	11	Acxiom		...	21	125	21¼	20¼	20¾	+½
[illegible]	[illegible]	[illegible]		...	29	3212	2⅜	2¼	2 5/16	+1/16
				...	8	1122	12⅛	11⅝	12	+⅛
				...	11	100	10	9¾	9⅞	+[illegible]
			.16	.7	16	120	24	23¼	23¼	...
			.12	.5	31	5590u	63	61½	51¾	
				...	7	1069	9¾	9¼	9[illegible]	
					13	3391	18½	17¾	1[illegible]	
					-	299	3⅞	3[illegible]		
						549	21[illegible]			

AMEX

Wednesday's Closing

Tables include the nationwide prices up to the closing on Wall Street and do not reflect late trades elsewhere. *Via The Associated Press*

12 Month High	Low	Stock	Div	Yld	PE	Sls 100s	High	Low	4 P.M.	Ch'ge
		A								
9⅛	7½	AIM Str	.84	10.2	...	529	8⅜	8¼	8¼	...
2½	¼	AIM Tel		...	...	140	⅝	½	½	− 1/16
10⅛	3	AMC		...	...	32	6⅛	6	6	...
2½	½	AOI		...	...	332	9/16	½	½	− ⅛
1¾	⅜	ARC		...	...	57	13/16	¾	13/16	+ 1/16
25⅛	1⅜	AT&E		...	...	178	3½	3¼	3½	...
58½	45¾	ATT Fd	2.52e	4.7	...	119	53⅞	53¼	53½	+ ¼
13½	2⅜	ATI		...	16	63	4½	4¼	4⅜	− ¼
12¼	5	Abiomd		...	...	382	9¼	8½	9¼	+ ¾
5⅞	2⅛	AckCom		...	...	48	2⅜	2⅜	2⅜	− ⅛
7⅞	4⅛	AcmeU	.20e	3.6	14	26	5½	5½	5½	− ⅛
5¼	2	Action		...	...	23	5	5	5	...
12½	3⅜	Acton		...	...	14	6⅛	5⅞	5⅞	...
2	⅞	AdmRs		...	8	165	2	1⅞	1⅞	...
[illegible]	6¼	AdvMed		...	...	263	11⅞	11½	11⅝	− ⅜
		[illegible] pf	1.00	12.9	...	20	7¾	7¾	7¾	...
				...	59	3495	[illegible]	20½	21¼	− ¼
				...	9					

موارده للاستثمار فى الأوراق المالية . ومن بين المعلومات التى تنشرها الصحيفة ترتيب المنشآت من حيث معدل نمو ربحية السهم . والقوة النسبية للقيمة السوقية للورقة المالية ، على النحو الذى سنعرض له فى الفصل الثانى عشر . كما تنشر الصحيفة كذلك مؤشرات السوق Market Indexes لقطاعات معينة من منشآت الأعمال ، مثل مجموعة المنشآت التى تتميز بارتفاع المستوى التكنولوجى لعملياتها وتركيباتها ، ومجموعة المنشآت الصغيرة سريعة النمو . كما تنشر كذلك المؤشرات لأسهم معينة مثل تلك التى تتعرض قيمتها السوقية لدورات صعود وهبوط ، والأسهم الدفاعية التى يكون فيها معامل بيتا لقياس المخاطر أقل من الواحد الصحيح أى أقل من مخاطر السوق . هذا إلى جانب أشكال بيانية لأسعار حوالى ٩٠ سهم ، وهى تلك الأسهم التى وصلت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل .

ثانياً : المجلات المالية المتخصصة :

هناك العشرات من المجلات المتخصصة فى مجال المال والأعمال التى تهم جمهور المستثمرين . ولكن نظراً لضيق المساحة المخصصة فسوف نعرض فقط لثلاث منها هى : بارون ، وأخبار التجارة والمال ، وفورشن .

١ ــ بارون :

بارون Barron's National Business & Financial Weekly or Barron's مجلة أسبوعية لشئون المال والأعمال ، تصدرها شركة دو جونز . فى نصفها الأول مقالات فى مجالات تهم المستثمر ، ووجهات النظر بشأن عدد من الأسهم ، وتحليل عميق لعدد من المنشآت أو الصناعات . إضافة إلى أعمدة ثابتة بعناوين ثابتة من بينها : التاجر Trader ، وأسبوع فى شئون السندات The Week in Bonds . أما النصف الثانى فينشر فيه سعر البيع وسعر الشراء Quatations للصفقات التى أبرمت فى الأسبوع المنصرم على أسهم متداولة فى بورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، والسوق غير المنظمة . وفى نهاية المجلة هناك معمل السوق Barron's Market Laboratory والذى يتضمن احصائيات مفيدة عن الاقتصاد القومى ، وأسواق رأس المال . هذا إلى جانب مؤشر الثقة لأسعار الأسهم ، والذى سنعرض له فى الفصل الثانى عشر .

٢ ــ أخبار التجارة والمال :

تصدر مجلة أخبار التجارة والمال Commercial & Financial Chronicle يومين فى الأسبوع هما : الاثنين ، والخميس . ويتضمن عدد يوم الاثنين قسم إحصائى مفصل عن الأوراق المالية المتداولة فى أسواق رأس المال ، إلى جانب إحصائيات عن الاقتصاد القومى ، وأهم الأخبار والمعلومات التى صدرت عن منشآت الأعمال . أما عدد يوم الخميس فيتضمن مقالات عن مجالات الاستثمار ، إلى جانب تحليل تفصيلى عن أسهم إحدى المنشآت ، والأحاديث التى صدرت عن المديرين التنفيذيين لبعض الشركات .

٣ ــ فورشن :

تصدر مجلة فورشن Fortune مرة كل أسبوعين biweekly ، وتتضمن مقالات تقدم تحليلات تتسم بالعمق فى شأن بعض المنشآت أو الصناعات . كما يوجد بها قسم خاص يطلق عليه Business Roundup يحتوى على تقارير عن التقدم والتطور الذى طرأ على قطاع ما من قطاعات الاقتصاد ، ووجه نظر بعض محررى المجلة بشأن الظروف المستقبلة فى مجال المال والأعمال . هذا وتأتى مجلة فورشن على القمة من حيث جودة التقارير التى تنشرها عن كفاءة إدارة بعض المنشآت ، والكيفية التى تتخذ بها الإدارة العليا القرارات فى المسائل الخطيرة (Stevenson & Jenning, 1976, P. 63) .

وإلى جانب هذا النوع من المجلات هناك عشرات من المجلات الأخرى الأكثر عمقاً ، والتى تجذب اهتمام أولئك الذين يمتهنون حرفة الاستثمار ، ومن بينها مجلة المحللين الماليين Financial Analysts Journal ومجلة التحليل المالى والكمى Journal of Financial & Quantitative Analysis ومجلة إدارة المحفظة Journal of Portfolio Management ... وغيرها . وهذا النوع من المجلات عادة ما تزخر به المكتبات فى الجامعات العربية .

ثالثاً : مطبوعات استشارى الاستثمار :

يقصد باستشارى الاستثمار المؤسسات المتخصصة فى مجال المال والأعمال ، ومن أشهرها فى الولايات المتحدة مؤسسة ستاندرد آند بور Standard & Poor

Coporation المملوكة لمؤسسة مكجروهل McGraw-Hill ، ومودى لخدمات المستثمرين Moody's Investors Services المملوكة لمؤسسة دان وبرادستريت Dun & Bradstreet ، ثم مؤسسة مسح مستوى قيمة الإستثمار Value Line Investment Survey Inc. المملوكة لمؤسسة آرنولد بيرنهارد Arnold Bernhard & Co. . وتأكيداً على أهمية توفير المعلومات للمستثمر بتكلفة منخفضة ، فقد إعتبر المشرع الأمريكي تكلفة إقتناء ما تنشره تلك المؤسسات من بين المصروفات التي تخصم من الايرادات قبل حساب الضريبة (Francis, 1986, P. 147) . هذا ونظراً لتشابه المطبوعات التي تنشرها كل من مؤسسة ستاندرد آند بور ، ومودى فسوف يكتفى ببعض ما تنشره المؤسسة الأولى باعتبارها أكثر شهره ، يضاف إليها بعض المطبوعات التي تنشرها مؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار .

١ ـ مطبوعات ستاندرد آند بور(٤) :

يأتى فى مقدمة مطبوعات هذه المؤسسة سجل منشآت الأعمال Corporation Record الذى يرتب المنشآت أبجدياً ، وليس حسب الصناعة كما تفعل مؤسسة مودى . ويشتمل السجل على معلومات كثيرة عن المنشأة من بينها : معلومات عن حجم الطلب على منتجاتها ، وبيانات عن التأخير فى تلبية طلبات العملاء ، والفروع التابعة ، والمبانى والأراضى المملوكة ، والانفاق الرأسمالى الجارى . إضافة إلى معلومات عن حجم العمالة ، ومعلومات عن أعضاء مجلس الادارة والمديرون التنفيذيين .

وهناك كذلك معلومات عن السندات التى أصدرتها المنشأة من حيث الغرض من الإصدار ، وحجم الموارد التى تحتجز سنوياً لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ الاستحقاق Sinking Funds ، وخطة إعادة شراء السندات من السوق بغرض استهلاكها ، والقيود المفروضة من قبل الدائنين خاصة فيما يتعلق بالتوزيعات ، وأعلى سعر وأقل سعر بيعت به تلك السندات عند إصدارها ، إضافة إلى اسم الأمين Trustee الذى يشرف على تنفيذ اتفاق الاصدار على النحو الذى أشير إليه فى الفصل الخامس .

(٤) مطبوعات ستاندرد آند بور تركز فقط على بيانات ٥٠٠ منشأة ، وهى المنشآت الممثلة فى مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ .

ويتضمن السجل كذلك معلومات عن الأسهم العادية من حيث توزيع الأصوات Voting Power فى الجمعية العمومية . والتغير الذى طرأ على رأس المال ، وحصة الملاك القدامى من الاصدارات الجديدة من الأسهم العادية فى ظل مبدأ حق الشفعة Preemptive Rights أو الأولوية(٥) . والسندات والأسهم الممتازة التى تحولت إلى أسهم عادية . والأرباح التى تحققت ، والتوزيعات التى أجريت ، والمبيعات ربع السنوية . وقائمة الدخل الموحدة والميزانية العمومية الموحدة اللتان تكشفان عن المركز المالى للمنشأة ، بما فى ذلك المركز المالى للشركات التابعة أى تلك التى تمتلك فيها المنشأة حصة كبيرة فى رأس المال ، على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل العاشر . كذلك يتضمن السجل تحليلاً لحساب الأصول الثابتة المملوكة ، وتكاليف الصيانة والاصلاح ، والمراجعين الأساسيين ...

كما تصدر المؤسسة كذلك تقرير أسبوعى يسمى ببشائر المستقبل Outlook يعطى تصوراً عن ظروف سوق المال ، والأوراق المالية التى ينصح المستثمر بشرائها . كما يتضمن التقرير كذلك مقالات تحليلية وتقارير عن منشأة أو منشآت بعينها ، وتحليلاً للأسهم التى تحظى بتعامل نشط ، وتقارير عن الظروف العامة المحيطة بمنشآت الأعمال ، والأسهم التى يتوقع أن تحظى بتعامل نشط مستقبلاً . كما يتضمن التقرير كذلك تنبؤات بشأن سوق المال ، وتوصيات للمستثمرين فى هذا الشأن .

هذا وتصدر المؤسسة عدد سنوى خاص من هذا التقرير (بشائر المستقبل) يتضمن تنبؤات عن السنة القادمة تتضمن : الأسهم التى يتوقع أن يحصل حاملها على زيادة فى التوزيعات ، وتلك التى يتوقع أن تحقق أرباحاً رأسمالية فى المدى الطويل ، أو التى يتوقع أن يتسم سوقها بتعامل نشط . وأفضل الأسهم أى تلك التى تباع بسعر أقل من قيمته الحقيقية Best Low-Priced Stocks مما يعنى وجود فرصة حقيقية للمستثمر لأن يحقق من ورائها أرباحاً رأسمالية فى المستقبل . كما يتضمن التقرير السنوى كذلك

---

(٥) للمزيد من التفاصيل عن ذلك الحق يمكن الرجوع إلى : الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف .

توصيات للمستثمرين ، وبعض البيانات عن مؤشرات الأسعار التى تصدرها المؤسسة S. & P. Price Indexes .

وتصدر المؤسسة كذلك سجلاً تاريخياً لمؤشرات الأسعار Stock Price Index Record مأخوذة عن مؤشرات السعر للصناعات المختلفة المسجلة لدى المؤسسة والبالغ عددها ٩٠ صناعة . أما تاريخ البيانات المنشورة بالسجل فتمتد منذ عام ١٩٢٨ حتى السنة التى ينشر السجل بياناتها . هذا ويتضمن السجل بيانات مالية أخرى عن سنوات ماضية .

وهناك كذلك دليل شهرى للأسهم Stock Guide وآخر للسندات Bond Guide يتضمن بيانات مفيدة مأخوذة من سجل منشآت الأعمال الذى سبقت الإشارة إليه . ويمثل الدليل ملخصاً مختصراً للمعلومات عن الإصدارات الجديدة أسهماً كانت أو سندات ، وذلك حسب نوع الدليل . كذلك يتضمن دليل الأسهم معلومات إضافية تحت عناوين مختلفة مثل : الأسهم التى يتوقع أن تحقق أرباحاً رأسمالية مستقبلاً Stock for Potential Appreciation ، والأسهم التى ينصح بها المستثمر الذى يركز على تحقيق أرباح رأسمالية ، والأسهم المرشحة لتحقيق زيادة فى توزيعاتها ، والأسهم التى يحتمل أن تُشتق Stock Splits على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الأول . كما يتضمن الدليل كذلك معلومات عن أفضل ٢٥ سهم من حيث أن السعر أقل من القيمة الحقيقية .

كل هذه بالطبع لا تخرج عن كونها مجموعة مختارة من مطبوعات تلك المؤسسة ، رأينا الاكتفاء بها نظراً لعدم توافر مساحة كافية لاستيعاب كل ما تصدره من مطبوعات . وعلى العموم فسوف يعرض الفصل السابع من هذا الكتاب إلى واحد من أهم مطبوعات تلك المؤسسة وهو مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، كما يعرض الفصل التاسع للمزيد عن مطبوعات أخرى لتلك المؤسسة .

٢ ــ مطبوعات مسح مستوى قيمة الاستثمار :

ربما جاء اسم مؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار Value Line Investment

Survey من السمة الأساسية المميزة لتلك المؤسسة وهى الاهتمام بتقييم كل سهم على أساس مقياس Scale من خمس نقاط لأربع متغيرات هـى : المخاطـر التى تقاس بمعامل بيتا Beta Coefficient ، والأداء Performance المتوقع للسهم فى الاثنى عشر شهرا المقبلة الذى يقصد به ما إذا كان السهم سوف يباع بقيمة أعلى أو أقل من ذى قبل ، والأرباح الرأسمالية المتوقعة ما بين الثلاث سنوات والخمس سنوات المقبلة ، والتوزيعات المتوقعة(٦) .

هذا ويغطى المسح أكثر من ١٧٠٠ سهم موزعة على ٩٠ صناعة ، ويتم مراجعة التقرير الخاص بكل سهم مرة كل ثلاثة شهور . فالمسح ينقسم إلى ١٣ نشرة أسبوعية ، تتم مراجعة واحدة منها كل أسبوع ، ولا يجرى عليها أى تعديل بعد ذلك حتى تتم مراجعة باقى النشرات ، وهو ما يعنى أن دورها التالى فى التعديل سوف يأتى بعد ١٣ أسبوع أى بعد حوالى ٩٠ يوماً .

ويتضمن المسح ثلاثة أجزاء رئيسية هى : التصنيف والتقارير ، وخلاصة أو مجمل المشورة والمؤشرات ، والاختيار والرأى . وبالنسبة للجزء الأول أى التصنيف والتقارير Ratings & Reports فيتضمن تقرير عن كل سهم يغطى فترة تمتد حوالى ١٨ سنة سابقة . حيث يزود القارىء بمعلومات عن : طبيعة نشاط المنشأة ، والأرباح ، والتوزيعات ، والمبيعات ، وهامش الربح ، ورأس المال العامل ، وهيكل رأس المال ، والتطورات الجارية . كما يتضمن هذا القسم كذلك تقديرات عن المبيعات والأرباح والتوزيعات لكل سهم وذلك للسنة الجارية ، والسنة المقبلة . يضاف إلى ذلك تقدير لمعامل بيتا للسهم ، وتقييم لكل سهم على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . هذا إلى جانب تقرير عن صفقات بيع وشراء أسهم المنشأة التى أجراها المديرين وكبار العاملين بها لحسابهم الخاص Insiders' actions . كما يوجد فى هذا القسم أيضاً تقييم لمدى قوة المركز المالى للمنشأة ، ومدى استقرار القيمة السوقية للسهم ، والتوقعات بشأن الأرباح . هذا بالإضافة إلى تقرير عن حالة الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة .

---

(٦) للمزيد من التفاصيل عن ذلك الحق يمكن الرجوع إلى : الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف .

أما القسم الثاني وهو خلاصة المشورة والمؤشرات Summary of Advice & Index فيتضمن معلومات عامة عن الأسهم التى يعنى بها المسح . كما يتضمن تصنيف تلك الأسهم فى مجموعات مثل الأسهم المناسبة لإجراء تعاملات عليها فى الوقت الحاضر Timely Stocks والأسهم المحافظة Conservative Stocks ، والأسهم مرتفعة العائد High-Yield Stock ، والأسهم ذات الأداء الأفضل Best-Performing Stocks ، والأسهم ذات الأداء الأسوأ Worst-Performance Stocks . أما القسم الأخير أى الاختيار والرأى Selection & Opinion فيعطى وجهة نظر خبراء المؤسسة فى شأن حالة سوق المال ، وحالة الاقتصاد القومي ككل . ثم تحليل للأسهم التى لها جاذبية من حيث التوزيعات ، أو الأرباح الرأسمالية ، أو المخاطر . هذا إضافة إلى مجموعة من المؤشرات Indexes ، ومقالات تهمُ المستثمرين .

رابعاً : تقارير المنشآت :

من أبرز التقارير المنشورة والتى تهم العاملين فى أسواق رأس المال تلك التى توجه إلى حملة الأسهم العادية ، والتقارير التى ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة .

١ ـــ التقارير إلى حملة الأسهم :

تصدر وتنشر منشآت الأعمال نوعين من التقارير لحملة الأسهم : التقارير السنوية ، والتقارير ربع السنوية . وتتمثل هذه التقارير فى قائمة الدخل والميزانية العمومية عن الفترة المنصرمة . ويصاحب التقارير السنوية بيان المدير التنفيذى ، وتوضيح للنتائج المحققة ، والاحتمالات المستقبلة والخطط المتوقعة للمنشأة . ويؤكد فرنش (French, 1989, P. 105) على ضرورة توخى الحذر عند تفسير محتويات تلك التقارير ، ذلك أن المنشأة تحاول من خلالها إعطاء صورة وردية عن مركزها المالى .

٢ ـــ التقارير إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة :

هى تقارير تتضمن الكثير من المعلومات ، وهى لا تقتصر على النواحى المالية ، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهم المستثمرين . ويأتى فى مقدمة

تلك التقارير ، بيان التسجيل Registeration Statment الذى تقدمه المنشأة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية جديدة تباع للجمهور . ويطلق على هذا التقرير بالمنشور Prospectus وقد عرضنا له بالتفصيل فى الفصل الخامس ، وذلك عند تناول قانون الأوراق المالية الصادر فى عام ١٩٣٣ .

وهناك كذلك تقرير شهرى يطلق عليه نموذج ك ٨ 8-K Form تلتزم بتقديمه المنشآت المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة . ويتعلق هذا التقرير بالتصويت بالأنابة Proxy Solicitation ، ولقد عرضنا له بالتفصيل أيضاً فى الفصل الخامس ، وذلك عند تناول قانون الأوراق المالية والبورصة الصادر فى عام ١٩٣٤ .

يضاف إلى ذلك تقرير يطلق عليه نموذج ك ٩ 9-K Form ، وهو تقرير نصف سنوى ، غير معتمد من المراقب المالى ، تلتزم المنشأة بارساله إلى اللجنة . ويتضمن معلومات عن إيرادات المنشأة ، ومصروفاتها ، وإجمالى المبيعات ، وبعض البنود الأخرى . أما التقرير الذى يطلق عليه نموذج ك ١٠ 10-K Form فهو تقرير سنوى يشبه إلى حد كبير التقرير السابق ، غير أنه أكثر تفصيلاً كما أنه معتمد من المراقب المالى .

خامساً : مطبوعات بيوت السمسرة :

عادة ما يوجد فى بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث والدراسات ، من شأنها أن تحقق لبيت السمسرة مركزاً تنافسياً بين أقرانه . ويتيح قسم البحوث للعملاء الحاليين والمحتملين معلومات مجانية مفيدة عن حالة سوق رأس المال ، والأوراق المالية التى ينصح ببيعها أو بشرائها ، بما يناسب كل فئة من فئات المستثمرين . وبالنسبة لبيوت السمسرة الصغيرة ــ التى لا تملك أقساما للبحوث ــ فعادة ما توزع على عملائها المعلومات التى تصدرها بيوت السمسرة الكبيرة ، وذلك بناء على اتفاق سابق بينها . وبالطبع لا ينبغى الاعتماد على معلومات بيوت السمسرة كمصدر وحيد للمعلومات ، لأسباب سبق ذكرها فى الفصل الخامس وذلك عند مناقشة الاستغلال المحتمل لثقة العملاء .

سادساً : المطبوعات الحكومية :

تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية لها بصفة خاصة ، وذلك إضافة إلى كونها مصدراً للمعلومات عن العديد من الصناعات . ودون الدخول فى تحديد الجهة الحكومية التى تصدر تلك المعلومات ، فإن تلك المعلومات عادة ما تكون شهرية أو سنوية . وتتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والانتاج ، وخرائط توضح حجم الدخل القومى وعناصره ، والدورات الاقتصادية ، وظروف أسواق رأس المال ، والتوقعات بشأن أمور تخص منشآت الأعمال . كما توجد مطبوعات حكومية تكشف عن المعروض من النقود ، وأسعار الفائدة ، ومستوى النشاط الاقتصادى ، ومعدل التضخم وكلها معلومات ذات أهمية للمستثمر كما سيتضح من الفصل الثامن .

كما تصدر الحكومة كذلك تقرير سنوى عن مستقبل ما يزيد عن ٢٠٠ صناعة فى خلال العشر سنوات المقبلة ، وتقارير ربع سنوية تتضمن قوائم الدخل والميزانيات العمومية للمنشآت الصناعية مصنفة على أساس نوع الصناعة وكذا على أساس حجم المنشأة . كل هذا إضافة إلى مطبوعات تتضمن ــ ضمن أشياء أخرى ــ مقالات تحليلية عن الشئون الاقتصادية العامة ، وعن شئون المال والأعمال .

سابعاً : بنوك المعلومات :

كذلك يوجد فى الولايات المتحدة بنوك للبيانات Data Banks توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المنشآت التى أصدرتها . وتعبأ تلك البيانات فى ملفات الحاسوب Computer Files التى يمكن شراؤها ــ من مؤسسات متخصصة ــ بتكلفة زهيدة . وتتيح تلك الملفات للمستثمر الذى يقتنيها الحصول على أى معلومات محددة يبحث عنها . فمثلاً يمكنه من خلال تلك الملفات معرفة الأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك التى حققت معدل نمو معين ، أو حصل حاملها على قدر معين من التوزيعات ... وغير ذلك من المعلومات التى يمكن أن تفيد المستثمر .

الخلاصـــة :

تتحدد المعلومات التى يحتاجها المستثمر فى تلك التى ترتبط بشكل أو بآخر بالعوامل المحددة لسعر السهم أى قيمته السوقية . ويتفق الأكاديميين والممارسين على أن تلك العوامل تتمثل أساساً فى : التدفقات النقدية التى يتوقع أن تتولد عن عمليات المنشأة ، والحد الأدنى لمعدل العائد الذى يطلبه المستثمر . ومن المعتقد أن تلك العوامل تتأثر بشكل مباشر أو غير مباشر بعدد من المتغيرات من أهمها الظروف الدولية السائدة ، والظروف الاقتصادية العالمية والمحلية ، وظروف الصناعة ، إضافة إلى ظروف المنشأة المصدرة للورقة المالية . ومعنى هذا أنه لو اتيحت للمستثمر معلومات عن تلك المتغيرات لأمكنه المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت المختلفة .

وفى الدول التى بها أسواق رأس مال قوية ، لا يجد المستثمر صعوبة فى الحصول على هذه المعلومات من مصادر مختلفة بالمجان أو بتكلفة زهيدة . ويأتى فى مقدمة هذه المصادر الصحف المتخصصة فى شئون المال والأعمال ، أو حتى الصحف العامة التى تخصص قسماً من أقسامها لهذه الشئون . كذلك توجد المجلات الشهرية ، ونصف الشهرية ، والأسبوعية ، وتلك التى تصدر مرتين فى الأسبوع لتزود المستثمرين بالمعلومات التى يعتقد فى أهميتها لاتخاذ القرار الاستثمارى . كذلك هناك مطبوعات استشارى الاستثمار مثل مؤسسة ستاندرد آند بور ومؤسسة مودى فى الولايات المتحدة ، التى تصدر كل منها قدراً هائلاً من المعلومات فى صورة تقارير أو أدلة أو سجلات تزخر كلها بالمعلومات المفيدة ، والتى عادة ما تتاح فى المكتبات الجامعية هناك . وحتى إذا ما قرر المستثمر اقتنائها فإنه يحظى بتشجيع الحكومة ، حيث أُعْتُبِرَتْ تكلفة اقتناء تلك المصادر من بين المصروفات التى تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

الفصل السابع
مؤشرات قياس حالة السوق

كشف الفصل السادس عن المعلومات التى يحتاجها المستثمرين والمضاربين فى الأوراق المالية . وقد ذكر حينذاك أن مؤشرات Indexes قياس حالة السوق تعد من أهم تلك المعلومات ، ومن ثم فقد رؤى أن يفرد لها فصلاً مستقلاً ، هو ذلك الذى نحن بصدده الآن . وفى تناولنا لتلك المؤشرات سوف نبدأ بعلاقتها بالحالة الاقتصادية العامة وذلك فى القسم الأول ، يتبعه القسم الثانى الذى يُعنى باستخداماتها الأساسية ، فالقسم الثالث الذى يوضح كيفية بنائها . فالقسم الرابع الذى يعرض لمؤشرين رئيسيين فى أسواق رأس المال الأمريكية هما : مؤشر دو جونز ، ومؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ . وأخيراً يختتم الفصل بالقسم الخامس الذى يتناول تقييم لمؤشرات أسعار السوق ، كأداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية فى الدولة .

علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية العامة :

يقيس المؤشر مستوى الأسعار فى السوق . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من المؤشرات : مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average (DJIA) ومؤشر ٥٠٠ لستاندرد آند بور S & P. 500 Index ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة ومن أمثلتها مؤشر دو جونز لصناعة النقل Dow Jones Transportation Index ، ومؤشر ستاندرد آند بور لصناعة الخدمات العامة S & P. Public Utilities Index التى تنتج خدمة الكهرباء والماء والتليفون وما شابه ذلك .

ويقوم المؤشر على عينه من أسهم المنشآت التى تتداول فى أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما . وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التى عليها سوق رأس المال الذى يستهدف المؤشر قياسه . فمؤشر دو جونز ومؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ مثلاً قد صمما لكى يعكسا

مستوى الأسعار فى سوق رأس المال الأمريكية ككل . أما مؤشر صناعة النقل ومؤشر صناعة الخدمة العامة ، فقد صمما ليعكسا الحالة التى عليها أسعار الأسهم فى هاتين الصناعتين .

وطالما أن نشاط المنشآت التى تتداول أوراقها المالية فى سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادى فى الدولة ، فإنه إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة ـــ على النحو الذى سيعرض لها الفصل الرابع عشر ـــ فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة . يؤكد ذلك شكل ٦ ـــ ١ الذى تناوله الفصل السادس ، والذى كشف عن علاقة واضحة بين مستوى الدخل القومى ، وبين مستوى أسعار الأسهم العادية فى الأسواق الحاضرة كما يعكسها أحد المؤشرات .

ونضيف فى هذا الصدد الشكلين ٧ ـــ ١ ، ٧ ـــ ٢ .Lorie et al, 1985) PP. 2-5) . فالشكل ٧ ـــ ١ يكشف عن تماثل كبير بين نمط حركة أسعار الأسهم العادية كما يعكسها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، وبين حجم الانتاجية الصناعية فى الولايات المتحدة خلال الفترة ١٩٥٣ ـــ ١٩٧٥ . وإذا ما تأمل القارىء فى شكل ٧ ـــ ٢ الذى يكشف عن حركة مؤشر ستاندرد آند بور خلال فترات الكساد التى حدثت ما بين عامى ١٩٤٨ ، ١٩٨٤ سوف يتضح له أن المؤشر قد عكس حالات الكساد ، بل أنه قد تنبأ بها قبل وقوعها . ولعل أبرز مثال على ذلك الكساد الذى وقع بين عامى ١٩٧٤ ، ١٩٧٥ .

فكما يشير شكل ٧ ـــ ٢ بدأ مؤشر أسعار الأسهم فى الهبوط قبل ظهور بوادر الكساد ، وهو ما يمكن ملاحظته أيضاً فى شكل ٧ ـــ ١ . فمؤشر أسعار الأسهم بدأ فى الهبوط فى عام ١٩٧٣ واستمر كذلك فى عام ١٩٧٤ ، فى حين أن الانخفاض فى الانتاجية الصناعية لم يظهر فى الأفق إلا قبيل نهاية عام ١٩٧٤ . ولعل هذا يعد تأكيداً لنتائج الدراسة التى أجراها المكتب القومى للبحوث الاقتصادية الأمريكى National Bureau of Economic Research والتى غطت الفترة ما بين عامى ١٨٦٧ ، ١٩٦٠ حيث وجد أن مؤشرات أسعار

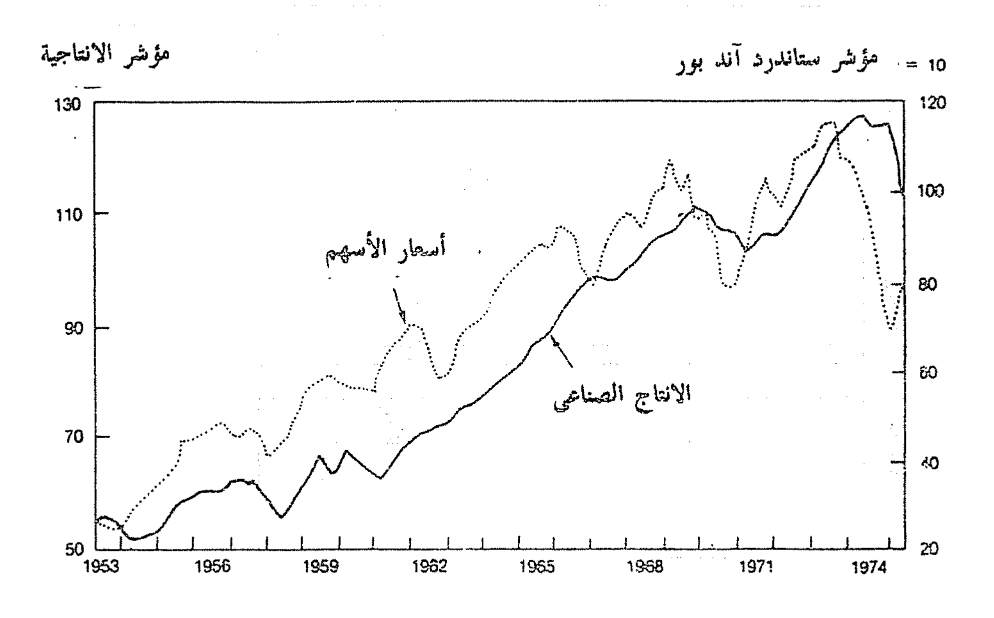
الأسهم يمكنها أن تتنبأ بالتغيير فى الحالة الاقتصادية قبل حدوث ذلك التغيير بأربعة شهور على الأقل (Friedman & Schwartz, 1963) ، وهو ما أيدته نتائج دراسة لاحقة (Shiskin, 1978, P. 640-658) . والعلاقة على هذا النحو تعد تأكيداً قاطعاً على أن حركة أسعار السوق هى حركة ذات مغزى ، كما تعد مبرراً كافياً للاهتمام بنشر تلك المؤشرات فى الصحف ، ومبرراً كذلك للاهتمام الذي تحظي به من قبل فئات مختلفة من الجمهور على النحو الذى سنعرض له فى القسم الثانى من هذا الفصل .

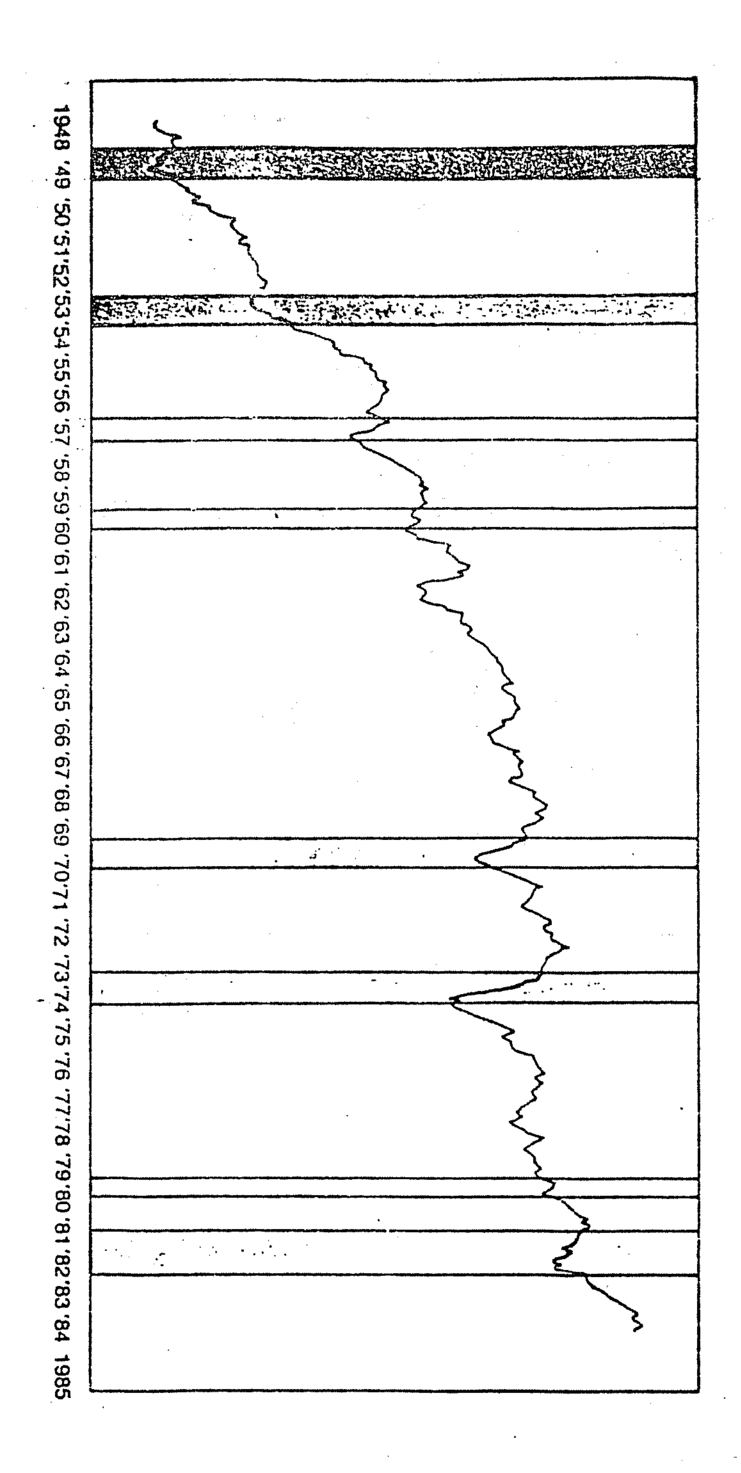
ويفسر لورى وزملائه (Lorie et al, 1985, PP. 2-5) وسيقل (Seigel, 1991, P. 27) كيف أن مؤشر أسعار الأسهم يعتبر أداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة فى الدولة . فهبوط مستوى نشاط منشآت الأعمال يحدث عندما تلغى قرارات التوسع أو تؤجل ، وأيضاً عندما يبدأ الاتجاه نحو ضغط المصروفات

شكل ٧ ــ ١

العلاقة بين مؤشر لأسعار الأسهم

وبين مؤشر للانتاجية الصناعية





شكل ٧ — ٢
خط حركة مؤشر الأسعار
خلال فترات الكساد

وتخفيض حجم العمالة . وهذه القرارات بالطبع لا تتخذ إلا عندما تلوح بوادر فى الأفق عن انخفاض محتمل فى مستوى ربحية المنشآت فى المستقبل . وعندما تصل أخبار عن تلك التوقعات للمتعاملين فى أسواق رأس المال — التى يفترض أنها تتميز بقدر من الكفاءة — تبدأ ردود الأفعال ممثلة فى هبوط حجم التعامل فى البورصة وما يتبعه من انخفاض فى مستويات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها . وبالطبع يمضى بعض الوقت بين صدور تلك القرارات وما يتبعها من انخفاض فى أسعار الأسهم ، وبين حدوث الهبوط الفعلى فى حجم الانتاج على المستوى القومى كنتيجة لتلك القرارات .

وفى هذا المقام هناك نقطة تحتاج إلى مزيد من التوضيح . فلقد سبق أن ذكرنا فى الفصل السادس أن للظروف الاقتصادية تأثير على ربحية المنشآت ، وإن كان هذا التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى ، وحتى من منشأة إلى أخرى داخل نفس الصناعة . وحيث أن ربحية المنشأة هى المحدد الرئيسى للقيمة السوقية للسهم الذى تصدره ، فإن هذا يعنى بالتبعية أن الظروف الاقتصادية هى التى تؤثر فى السعر الذى يباع به السهم فى السوق . والآن كيف لنا أن ندعى أن مؤشرات أسعار الأسهم هى التى تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلة ، إذا كانت الأسعار نفسها هى التى تتأثر بالظروف الاقتصادية على النحو المشار إليه ؟

يعتقد فرنش (French, 1989, P. 233) أنه لا يوجد تعارض فى طبيعة العلاقة بين الظروف الاقتصادية ومؤشرات أسعار الأسهم ، وذلك إذا ما تفهمنا المقصود بالظروف الاقتصادية ، وهل هى الظروف السائدة أم الظروف المتوقعة ؟ يتوقف تقييم المستثمر لورقة مالية ما على الأرباح المتوقع أن تحققها المنشأة المصدرة للورقة ، إلا أن تلك الأرباح المتوقعة تعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلة وليس على الظروف الاقتصادية السائدة . أو بعبارة أخرى أن المعلومات الاقتصادية التى تتأثر بها أسعار الأوراق المالية ، هى معلومات عن الأحوال الاقتصادية المتوقعة ، التى ستؤثر على الأرباح المستقبلة . أما الأحوال الاقتصادية التى تتأثر بها الأرباح الفعلية للمنشآت فهى الأحوال الاقتصادية السائدة ، والتى سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال

فى عداد الأحداث المتوقعة أى عندما أعلن عن احتمال حدوثها[1] . فسوق رأس المال يتأثر بالتوقعات ولا ينتظر وقوع الأحداث ، بينما تتأثر أرباح المنشآت بالأحداث وليس بالتوقعات .

هذا ونختتم هذا القسم بالإشارة إلى أنه عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود حينئذ يطلق على السوق بالسوق الصعودى Bull Market ، أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولى Bear Market . بل وعادة ما يوصف المضاربون فى السوق على هذا الأساس . فعندما يعتقد المضارب بأن أسعار السوق سوف تأخذ فى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود Bullish ، أما إذا اعتقد بأن الأسعار سوف تأخذ فى الهبوط حينئذ يطلق عليه بالمضارب على الهبوط Bearish .

هذا ويطلق على السوق بأنه صعودى عندما يزيد معدل العائد الذى يحققه ــ وفقاً للمؤشر ــ عن العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر Riskless Security والذى عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات تصدرها الحكومة ، ولا تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة . أما السوق النزولى فيكون معدل العائد الذى يحققه وفقاً للمؤشر أقل من معدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر (Lindahl-Stevens, 1980; French, 1989, P. 87) .

الاستخدامات الأساسية للمؤشرات :

خلص القسم السابق إلى أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة فى الدولة . غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد ، وغيرهم من الأطراف التى تتعامل فى أسواق رأس المال . وتأتى فى مقدمة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر ، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة فى الاستثمار ، كما يمكن أن تستخدم أيضاً لوضع تصور

(١) يتمشى هذا التحليل مع فرض السوق متوسط القوة ، الذى سوف تعرض له فى الفصل الرابع عشر من هذا الكتاب .

عن حالة سوق رأس المال فى المستقبل . هذا إلى جانب استخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية . وفيما يلى نعرض لتلك الاستخدامات .

١ ــ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة :

القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة فى السوق تسير فى نفس الاتجاه ، وهذا يعنى بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير فى سعر سهم ما والتغير الذى يطرأ على مؤشرات الأسعار ، الذى هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة فى السوق . وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يُكَوِنْ فكرة سريعة عن التغير فى عائد محفظة أوراقه المالية ــ ايجاباً أو سلباً ــ بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذى طرأ على مؤشر حالة السوق ، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة . وبالطبع إذا كانت استثماراته كلها فى صناعة معينة لها مؤشر خاص بها ، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر . (Reilly, 1985, P. 121)

٢ ــ الحكم على أداء المديرين المحترفين :

وفقاً لفكرة التنويع الساذج Naive Diversification يمكن للمستثمر العادى أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً ، يعادل تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة بالسوق) الذى يعكسه المؤشر . هذا يعنى أن المدير المحترف الذى يشرف على محفظة مؤسسة مالية (البنوك ، وشركات التأمين ، وشركات الاستثمار ، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات ...) والذى يستخدم أساليباً متقدمة فى التنويع والتى منها تنويع ماركوفتز ، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق . وللتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذى يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلى الذى حققته محفظة المؤسسة المعنية[٢] . وبالطبع ينبغى أن لا تتركز المقارنة على العائد إذ ينبغى أن يؤخذ فى الحسبان أيضاً التباين بين مخاطر المحفظة Risk-Adjusted

(٢) للمزيد عن التنويع الساذج ، وتنويع ماركوفتز يمكن الرجوع إلى كتاب البنوك التجارية : مدخل اتخاذ القرارات للمؤلف .

(Hindy, 1989; Lorie et al, 1985, ومخاطر السوق Rate of Return . PP. 159-163)

٣ ــ التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق :

يشير ريلي (Reilly, 1985, P. 122) وفرنسيس (Francis, 1986, P. 178) إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات ــ وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي Fundamental Analysis الذي سنعرض له في فصول تالية ــ فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل ، وهذا أمر من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم . ويضيف أنصار التحليل الفني Technical Analysis ــ الذي سنعرض له في الفصل الثاني عشر ــ أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق ، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه . وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط ، فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلة في السوق ، والتي على ضوئها تتخذ قرارات الاستثمار .

٤ ــ تقدير مخاطر المحفظة :

كذلك يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة Systematic Risk لمحفظة الأوراق المالية ، أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر ذات الصبغة العامة . وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار Regression Coefficient بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق (Sharpe, 1964) الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة (Reilly, 1985, P. 122) . هذا ويطلق على تلك العلاقة بالخط المميز Characteristic Line الذي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية (هندي ، ١٩٩١ ب ، ص ٤٢٩) .

وإذا كان لمؤشرات أسعار السوق تلك المزايا العديدة ، فما هي كيفية بناؤها ؟ هذا ما سيجيب عنه القسم التالي .

كيفية بناء المؤشرات :

فى الولايات المتحدة يوجد تسعة عشر مؤشراً لأسعار الأسهم ، وأربعة لأسعار السندات ، ومؤشرين لأسعار السلع المتعامل عليها فى أسواق العقود المستقبلة (Francis, 1986, P. 176) . وعلي الرغم من التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بنائها ، فإنها جميعاً تقوم على أربعة أسس هى : عينة ملائمة ، وتحديد واضح للأوزان لكل مفردة فى داخل العينة ، وطريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر .

١ ــ ملائمة العينة :

يقصد بالعينة فى هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة فى حساب المؤشر . وهذه العينة ينبغى أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هى : الحجم ، والاتساع ، والمصدر . وبالنسبة للحجم Size فإن القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التى يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لحالة السوق . أما الاتساع Breadth فيقصد به أن تغطى العينة المختارة القطاعات المختلفة فى السوق . فالمؤشر الذى يستهدف قياس حالة السوق ككل ، ينبغى أن يتضمن أسهماً لمنشآت فى كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومى ، دون أن يكون هناك تحيزاً لفئة معينة من المنشآت (المنشآت الكبيرة مثلاً) فى داخل الصناعة أو القطاع . وبالطبع لو أن المؤشر خاصاً بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة ، والمختارة بدون تحيز .

أما المصدر Source فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التى يقوم عليها المؤشر ، إذ ينبغى أن يكون المصدر هو السوق الأساسى الذى تتداول فيه تلك الأوراق . فإذا كانت الأسهم مسجلة فى بورصة نيويورك حينئذ ينبغى أن يكون حساب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة فى تلك البورصة ، وليكن سعر الاقفال مثلاً .

وعلى الرغم من أن بعض المؤشرات مثل مؤشر بورصة نيويورك ، ومؤشر البورصة الأمريكية قائم على كافة الأسهم المتداولة فى تلك السوق ، فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة قد لا تقل كفاءة (Lorie et al, 1985,

P. 41) . والأمثلة على ذلك مؤشرات دو جونز ، ومؤشرات ستاندرد آند بور اللذان سنعرض لهما فيما بعد ، والذى أثبت الواقع قدرتهما على الحكم على حالة السوق . وفى هذا الصدد يعزى لورى وزملائه (P. 41) كفاءة المؤشرات المبينة على عينات صغيرة إلى سببين رئيسيين هما :

١ ــ أن القيمة السوقية للأسهم التى تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة ، تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم التى يتضمنها المجتمع الذى سحبت منه . فالعينة التى يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ S & P 500 Index قوامها ٥٠٠ سهم فقط بمعدل سهم لكل شركة . غير أن القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات الممثلة تبلغ حوالى ٨٠٪ من القيمة السوقية للأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك وذلك عن عام ١٩٨٢ . كما أن القيمة السوقية لأسهم الشركات الممثلة فى مؤشر دو جونز Dow Jones (٣٠ شركة) تبلغ ٢٣٪ من القيمة السوقية للأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك ، فى ذات العام أى عام ١٩٨٢ (Lorie et al, 1985, PP. 47-48) .

٢ ــ أن أسعار الأسهم عادة ما تسير فى نفس الاتجاه صعوداً أو هبوطاً ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه ، وهذا يعنى أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة . وفى دراسة لفيشر ولورى (Fischer & Lorie, 1970) تم فيها حساب التوزيع التكرارى المتجمع Commulative Frequency Distribution لمعدلات الثروة Wealth Ratios فى كل سنة خلال أربعين سنة[٣] ، وذلك لمحفظتين إحداهما تتضمن كافة الأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك وأخرى تتضمن ثمانية أسهم فقط مختارة عشوائياً ، كشفت عن تقارب كبير فى معدلاتهما . وهذه النتيجة تؤيدها دراسات عديدة أكدت على أن أداء محفظة مكونة من عشر أوراق مالية مختارة عشوائياً Evans & Archer, 1968; Wagner & Leau, 1971; Johnson & Shannon, 1974) أو عدد أكبر من ذلك بقليل (Elton & Gruber, 1977; Tole, 1982) يعادل أداء محفظة السوق ككل .

(٣) يقصد بمعدل الثروة القيمة السوقية لمكونات المحفظة فى آخر المدة مقسوماً على قيمتها السوقية فى أول المدة .

ويوضح جدول ٧ ــ ١ معامل الارتباط بين قيم ثلاثة مؤشرات تتباين من حيث عدد المفردات التى حسب على أساسها المؤشر ، بل وتتباين من حيث كيفية حساب تلك القيم كما سيتضح فيما بعد . وهذه المؤشرات هى : مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة (٣٠ سهم) ، وستاندرد آند بور ٥٠٠ (٥٠٠ سهم) ، ومؤشر ولشير (٥٠٠٠ سهم) ومؤشر بورصة نيويورك (كافة الأسهم المسجلة بتلك البورصة) .

جدول ٧ ــ ١

معامل الارتباط بين قيم عدد من المؤشرات

خلال الفترة ما بين عامى ١٩٨٢ ، ١٩٨٤

المؤشر	ستاندرد آند بور	ولشير	بورصة نيويورك
دوجونز	٩٦ر	٩٦ر	٩٥ر
بورصة نيويورك	٩٩ر	٩٩ر	
ولشير	٩٩ر		

وكما يتضح من الجدول هناك ارتباط قوى بين قيم المؤشرات الثلاثة ، خلال الفترة التى غطتها الدراسة (French, 1989, P. 97) وذلك رغم التباين الكبير فى حجم العينة لكل منها . وهذا يؤكد على أن المؤشر الذى يقوم على عينة صغيرة قد لا يقل كفاءة عن مؤشرات مثيله تقوم على عينة أكبر ، أو على حصر شامل لمفردات المجتمع الذى تستهدف قياسه . بل ونزيد على ذلك بالقول بأن هناك مؤشرات تقوم على عدد كبير من المفردات ، ولكنها لا يمكن أن تعتبر مقياساً صادقاً لحالة سوق رأس المال بصفة عامة . ونقصد بذلك مؤشر البورصة الأمريكية ، وذلك نظراً لأن الأسهم المتداولة فى تلك البورصة هى لشركات صغيرة أو حديثة التأسيس ، ومن ثم لا تعد ممثله لمجتمع الشركات فى الولايات المتحدة .

٢ ــ الأوزان النسبية لمفردات العينة :

يقصد بالأوزان فى هذا الصدد القيمة النسبية للسهم داخل العينة . وفى هذا الصدد توجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبى للسهم داخل مجموعة الأسهم التى يقوم عليها المؤشر ، وهذه المداخل هى : مدخل الوزن على أساس السعر ، ومدخل تساوى الأوزان ، ومدخل الوزن على أساس القيمة (French, 1989, PP. 89-91) .

وبالنسبة لمدخل الوزن على أساس السعر Price Weighting ، فإنه طالما يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر ، فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التى يقوم عليها المؤشر . فلو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم فقط هى أ ، ب ، حـ وأن أسعارها هى ٥٠ جنيه ، ٤٠ جنيه ، ١٠ جنيه على التوالى ، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التى يتكون منها المؤشر أى القيمة المطلقة للمؤشر Index Value تساوى ١٠٠ جنيه ، وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة هى ٥, ، ٤, ، ١, على التوالى . وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح ٨٠ جنيه ، ٥٠ جنيه ، ٢٠ جنيه على التوالى ، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى ١٥٠ جنيه ، مما يعنى أن متوسط العائد على المؤشر Return on Index يبلغ معدله ٥٠٪ ، وهو ما يوضحه جدول ٧ ــ ٢ .

ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبى يقوم على سعر السهم وحده ، فى حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها . فلو أن هناك منشأتين متماثلتين تماماً وأن القيمة السوقية لكل منهما مليون جنيه ، غير أن عدد الأسهم العادية للمنشأة الأولى ١٠٠٠٠ سهم ، بينما عدد الأسهم العادية للمنشأة الثانية ٢٠٠٠٠ سهم ، فإن سعر سهم المنشأة الأولى سوف يساوى ١٠٠ جنيه أى ضعف سعر سهم المنشأة الثانية الذى سيبلغ ٥٠ جنيه(٤) . ووفقاً لمدخل السعر سيكون وزن سهم المنشأة الأولى داخل المؤشر أعلى من مثيله للمنشأة الثانية . وكما يبدو فإن هذا لا يرجع إلى تفاوت فى القيمة الاقتصادية للمنشأة أو أهميتها ، بل يرجع فقط إلى تفاوت

(٤) افترضنا أن المنشأتين مولتين بالكامل من حقوق الملكية .

جدول ٧ ـــ ٢
حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر*

السهم	$س_١$	$س_٢$
أ	٥٠	٨٠
ب	٤٠	٥٠
جـ	١٠	٢٠
القيمة المطلقة للمؤشر	١٠٠	١٥٠

متوسط العائد على المؤشر = (١٥٠ - ١٠٠) / ١٠٠ = ٥٠٪

* $س_١$ تمثل سعر السهم فى نهاية السنة الأولى ، $س_٢$ تمثل سعر السهم فى نهاية السنة الثانية .

عدد الأسهم العادية الذى يتكون منها رأسمال . يضاف إلى ذلك أن استخدام المدخل المذكور من شأنه أن يسبب خللاً فى المؤشر إذا ما حدث اشتقاق فى الأسهم ، وهو ما سوف نوضحه عند تناول مؤشر دو جونز ، وذلك فى القسم الرابع من هذا الفصل .

أما مدخل الأوزان المتساوية Equal Weighting فإنه يعنى إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر . ولو أن الأمر تعلق بمحفظة للأوراق المالية لمستثمر ما ، فإن تطبيق مدخل الأوزان المتساوية سوف يعنى تساوى إجمالى المبلغ المستثمر فى كل نوع من الأسهم . فلو أن المبلغ المتاح لذلك المستثمر هو ٣٠٠٠ جنيه ، وأنه يرغب فى تكوين محفظة تتألف من أسهم المنشآت أ ، ب ، حـ التى تباع فى السوق بسعر للسهم الواحد قدره ٥٠ جنيه ، ٤٠ جنيه ، ١٠ جنيه على التوالى ، فإن تحقيق تساوى الأوزان داخل تلك المحفظة يقتضى ضرورة تساوى المبلغ المستثمر فى كل نوع من الأسهم (١٠٠٠ جنيه لكل منهما) . وهذا لا يحدث إلا إذا كان عدد الأسهم المشتراه من كل نوع

يعادل قيمة إذا ما ضُرِبَتْ فى سعر السهم يكون الناتج ١٠٠٠ جنيه . وهذا يعنى شراء ٢٠ سهم من أسهم المنشأة « أ » فى مقابل ٢٥ سهم ، ١٠٠ سهم من أسهم المنشأتين ب ، حـ على التوالى . وبالطبع طالما المبلغ المستثمر فى كل نوع من الأسهم متساو يصبح وزن أسهم كل منشأة داخل المحفظة متساو ، ويبلغ فى هذا المثال $\frac{١}{٣}$ (١٠٠٠ ÷ ٣٠٠٠) .

وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التى لا تُمَثل فيها المنشأة سوى بسهم واحد ، فإن تساوى الأوزان — فى ظل تباين أسعار الأسهم التى يتكون منها المؤشر — يتطلب حساب كمية وهمية (جزء من سهم) تتحدد بقيمة مقلوب السعر ، وذلك حتى تكون القيم متساوية (السعر × الكمية الوهمية) . فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشآت أ ، ب ، حـ فإن الكمية الوهمية من السهم أ سوف تساوى $\frac{١}{٥٠}$ = ٠,٠٢ ، ومن ثم تصبح قيمته النسبية أى وزنه النسبى (السعر × الكمية) داخل المؤشر تساوى الواحد الصحيح (٥٠ × $\frac{١}{٥٠}$) . وبالنسبة لسهم المنشأة ب تكون الكمية الوهمية ٠,٠٢٥ ($\frac{١}{٤٠}$) من السهم ، ومن ثم تصبح قيمته النسبية داخل المؤشر تساوى الواحد الصحيح أيضاً (٤٠ × ٠,٠٢٥) . ونفس الشيء ينطبق على سهم المنشأة حـ . ويوضح جدول ٧ — ٣ كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر Index Value فى ظل مدخل الأوزان المتساوية . وكما هو واضح فإن عائد المؤشر فى ظل هذا المدخل يساوى تماماً متوسط عائد الأسهم التى يتكون منها المؤشر ذاته ، وهذا أمر منطقى .

يعاب على هذا المدخل أنه يعطى أوزاناً متساوية للأسهم ، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المنشآت التى أصدرتها . يضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبى متساو فى السنة الأولى ($و_{١}$) ، فإن هذا التساوى دائماً ما يختفى مع التغير فى الأسعار . فوفقاً لجدول ٧ — ٣ بلغ الوزن النسبى فى السنة الثانية ($و_{٢}$) للسهم أ ١,٦٠ فى مقابل ١,٢٥ ، ٢ للسهمين ب ، حـ على التوالى .

جدول ٧ ــ ٣
حساب عائد المؤشر باستخدام الأوزان المتساوية*

السهم	$س_١$	ك	$و_١$	$س_٢$	$و_٢$	ع
أ	٥.	٢.ر.	١ر.	٨.	١ر٦.	٦ر.
ب	٤.	٢٥ر.	١ر.	٥.	١ر٢٥	٢٥ر
جـ	١.	١٠.ر	١ر.	٢.	٢ر..	١ر..
قيمة المؤشر			٣ر.		٤ر٨٥	

متوسط عائد المؤشر = (٤ر٨٥ - ٣ر.) / ٣ = ٦١٧ر

متوسط عائد الأسهم = (٦ر. + ٢٥ر + ١ر..) /٣ = ٦١٧ر

* $س_١$ ، $س_٢$ يمثلان سعر السهم فى نهاية السنة الأولى وفى نهاية السنة الثانية على التوالى . ك تمثل الكمية الوهمية المحسوبة . $و_١$ ، $و_٢$ تمثلان القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر فى السنة المعنية وهى تساوى القيمة (س × ك) ، أما ع فتمثل عائد السهم أى قيمة $و_٢$ مطروحاً منها قيمة $و_١$.

وإذا ما انتقلنا إلى مدخل الأوزان حسب القيمة Value Weighting نجده يعطى وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة فى المؤشر . وبذلك يتجنب العيب الأساسى فى مدخل السعر ، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبى . فالمنشآت التى تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبى داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة . وهذا بدوره يعنى أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أى خلل فى المؤشر (Lorie et al, 1985, P. 43) ، ويوضح جدول ٧ ــ ٤ كيفية حساب القيمة المطلقة لهذا النوع من المؤشرات .

جدول ٧ — ٤

حساب قيمة المؤشر باستخدام مدخل القيمة*

السهم	ن	س١	ق١	س٢	ق٢
أ	٦٠	٥٠	٣٠٠٠	٨٠	٤٨٠٠
ب	٧٠	٤٠	٢٨٠٠	٥٠	٣٥٠٠
جـ	١٢٠	١٠	١٢٠٠	٢٠	٢٤٠٠
قيمة المؤشر			٧٠٠٠		١٠٧٠٠

متوسط العائد على المؤشر = (١٠٧٠٠ - ٧٠٠٠) / ٧٠٠٠ = ٢٥ر٩٪

* ن تمثل عدد أسهم المنشأة ، س١ ، س٢ تمثلان سعر السهم فى السنتين الأولى والثانية على التوالى .
ق١ ، ق٢ تمثلان القيمة السوقية (ن × س) لأسهم المنشأة فى السنتين على التوالى .

وإذا كان للمؤشرات المحسوبة على أساس القيمة كل هذه المزايا ، فإنها لا تخلو من العيوب . فالتغير الذى يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه ، يختلف باختلاف سعر السهم الذى تسبب فى إحداث التغير (Reilly, 1985, P. 126) . فمثلاً دعنا نفترض فى جدول ٧ — ٤ أن أسعار الأسهم فى السنة الثانية (س٢) ظلت كما كانت عليه فى السنة الأولى (س١) ، باستثناء سهم المنشأة أ الذى ارتفع سعره بنسبة ٦٠٪ حيث أصبح ٨٠ جنيه بدلاً من ٥٠ جنيه . حينئذ تصبح نسبة العائد على المؤشر ٢٥,٧٪ وهو ما توضحه الحالة الأولى فى جدول ٧ — ٥ . دعنا نفترض كذلك أن أسعار الأسهم فى السنة الثانية ظلت كما كانت عليه فى السنة الأولى وعلى النحو الموضح فى جدول ٧ — ٤ ، غير أن سهم المنشأة حـ ارتفع سعره بنسبة ٦٠٪ ليصبح ١٦ جنيه بدلاً من ١٠ جنيه . حينئذ تصبح نسبة العائد ١٠,٣٪ ، وذلك على النحو الموضح فى الحالة الثانية من جدول ٧ — ٥ . تذكر أن القيمة

جدول ٧ ــ ٥
حساب عائد المؤشر

السهم	ن	الحالة الأولي		الحالة الثانية	
		س٢	ق٢	س٢	ق٢
أ	٦٠	٨٠	٤٨٠٠	٥٠	٣٠٠٠
ب	٧٠	٤٠	٢٨٠٠	٤٠	٢٨٠٠
جـ	١٢٠	١٠	١٢٠٠	١٦	١٩٢٠
			٨٨٠٠		٧٧٢٠

العائد علي المؤشر = ٨٨٠٠ - ٧٠٠٠)/٧٠٠٠ =٧ر٢٥٪

العائد علي المؤشر = (٧٧٢٠-٧٠٠٠)/٧٠٠٠ = ٣ر١٠٪

المطلقة للمؤشر فى السنة الأولى كانت فى الحالتين ٧٠٠٠ جنيه ، على النحو الموضح فى جدول ٧ ــ ٤ .

وبمقارنة نتائج الحالتين يمكن للقارىء أن يكتشف تحيز Biased المؤشر . فالقيمة المطلقة للمؤشر وكذا معدل العائد المحسوب عليه كانا مرتفعين فى الحالة الأولى مقارنة بالحالة الثانية ، وذلك على الرغم من أن نسبة التغير فى سعر السهم (٦٠٪) كانت واحدة فى الحالتين . وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم المنشأة أ أعلى من مثيله للمنشأة حـ . ولا يعتبر السعر هو المصدر الوحيد للتحيز ، ذلك أن التحيز قد ينشأ عن التباين فى حجم المنشآت داخل العينة ، على النحو الذى سنعرض له تفصيلاً عند تناول مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، وذلك فى القسم الرابع من هذا الفصل .

وبصرف النظر عن الانتقادات التى توجه للمداخل المختلفة ، فإن القارىء يمكنه من خلال تأمل الجداول الثلاثة ٧ ــ ٢ ، ٧ ــ ٣ ، ٧ ــ ٤ أن يستنتج

بسهولة أن كل مؤشر يعطى نتائج مختلفة عن أقرانه . لذا ينبغى أن يكون المستثمر مدركاً للأسس التى تحسب على أساسها المؤشرات ، حتى يمكنه مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية بأداء السوق ، وهو ما يتطلب منه حساب عائد المحفظة بنفس الطريقة التى يحسب بها عائد المؤشر محل المقارنة . ويضيف فرنش (French, 1989, P. 92) ضرورة مراعاة أن قيمة المؤشر لا تأخذ فى الحسبان التوزيعات النقدية التى يحصل عليها المستثمرين فى الأسهم المكونة للمؤشر . وبناء عليه ينبغى على المستثمر الذى يرغب فى مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية مع أداء محفظة السوق (العائد على المؤشر) أن يضيف عائد توزيعات الأسهم التى يتكون منها المؤشر Dividend Return on the Index إلى العائد الناجم عن التغير فى أسعار الأسهم ـــ والذى سبق أن أوضحنا كيفية حسابه ـــ ليصل إلى العائد الكلى للمؤشر Index total Return .

٣ ـــ إجراءات حساب قيمة المؤشر :

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التى تحسب على أساسها قيمة المؤشر التى تنشر فى الصحف . وفى هذا الصدد هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ، ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التى يتكون منها المؤشر . وبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط فى معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابى ، وفى عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسى . وبالطبع ينبغى أن يتعرف المستثمر على طريقة حساب قيمة المؤشر . فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابى ، يسفر عن معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسى الذى توضحه المعادلة ٧ ـــ ١ . هذا إلى جانب أن الصورة التى يظهر بها عائد مؤشر محسوب على أساس الأرقام القياسية ، يختلف عن الصورة التى يظهر بها عائد مؤشر محسوب على أساس المتوسطات .

$$هـ = \sqrt[ن]{س_{١} \times س_{٢} \times ...... \times س_{ن} - ١} \qquad (٧ - ١)$$

حيث هـ تمثل المتوسط الهندسى ، ن تمثل حجم العينة أى عدد الأسهم التى يقوم عليها المؤشر . أما س فتمثل سعر السهم .

ويوضح جدول ٧ ــ ٦ المتوسط الحسابى والمتوسط الهندسى المحسوبين لمؤشر مفترض يتكون من ثلاثة أسهم ، على فرض أن المؤشر يحتسب على أساس المتوسطات ، ثم بفرض أنه يحسب على أساس الأرقام القياسية حيث أعطيت القيمة ١٠٠ لسنة الأساس .

وهنا تجدر الإشارة إلى أنه بسبب اشتقاق الأسهم لا يمكن عملاً أن يحتسب المتوسط الحسابى بقسمة مجموع القيم على عددها ، كما هو موضح فى جدول ٧ ــ ٦ . وعلى العموم سوف تكون لنا عودة لهذه النقطة عند مناقشة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة .

جدول ٧ ــ ٦
المؤشرات المحسوبة بالمتوسطات
وبالأرقام القياسية

السهم	مستويات الأسعار		
	سنة الأساس	السنة الأولي	السنة الثانية
أ	١٠	١٢	١٥
ب	١٠	١٥	٢٠
جـ	١٠	٢١	٣١
المؤشر باستخدام المتوسطات			
المتوسط الحسابي	١٠	١٦ر٠	٢٢
المتوسط الهندسي	١٠	١٥ر٦	٢١
المؤشر باستخدام الأرقام القياسية			
المتوسط الحسابي	١٠٠	١٦٠	٢٢٠
المتوسط الهندسي	١٠٠	١٥٦	٢١٠

المؤشرات شائعة الاستخدام :

يمكن تقسيم المؤشرات فى الولايات المتحدة الأمريكية إلى مجموعتين رئيسيتين : مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبى داخل العينة على أساس السعر الذى يباع به السهم Price Weighting ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبى على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم Value Weighting التى أصدرتها المنشأة . ومن أبرز الأمثلة على النوع الأول مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة ، وعلى النوع الثانى مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، وهما المؤشران اللذان سنعرض لهما بقدر من التفصيل فى هذا القسم .

مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة :

يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average (DJIA) أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً . إذ نشر لأول مرة فى صحيفة وول ستريت فى ٣ يوليو من عام ١٨٨٤ ، وذلك باسم الشخص الذى صممه وهو تشارلز دو Charles Dow الذى أصبح فيما بعد محرراً للصحيفة نفسها . وقد قام المؤشر فى البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية ، ارتفع حجمها إلى ١٢ سهم فى ٢٦ مايو من عام ١٨٩٨ ، ثم إلى ٢٠ سهم فى عام ١٩١٦ . وفى عام ١٩٢٨ إرتفع حجم العينة ليصل إلى ٣٠ سهم . ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أى سهم إلى العينة .

هذا وتمثل تلك الأسهم ٣٠ شركة (بمعدل سهم لكل شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية ، وبالعراقة ، وبضخامة الحجم ، وبضخامة عدد المساهمين (Huang & Randall, 1987, P. 63) . وفى البداية كان يحسب المتوسط بقسمه مجموع أسعار الأسهم على عددها . غير أن اتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول ، خاصة عندما يحدث اشتقاق لأسهم Stock Split إحدى الشركات داخل العينة ، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهماً جديدة مقابل توزيعات Stock Dividends مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى مواضع متعددة من هذا الكتاب .

ولتوضيح الخلل الذى يمكن أن يحدثه الاشتقاق دعنا نفترض جدلاً أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات ، وأن السعر الذى يباع به السهم هو ١٠ جنيه ، ٢٠ جنيه ، ٣٠ جنيه على التوالى ، وهو ما يعادل قيمة كلية قدرها ٦٠ جنيه . فى ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر Index Value ٢٠ نقطة (١٠ + ٢٠ + ٣٠) /٣) . والآن دعنا نفترض أنه حدث اشتقاق لأسهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم ، ومن ثم فقد أصبح سعر السهم ١٠ جنيه بعد الاشتقاق . فى هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبى للسهم داخل العينة التى يتكون منها المؤشر ، وتنخفض معه القيمة الكلية لأسعار الأسهم الثلاثة لتصبح ٤٠ جنيه (١٠ جنيه + ٢٠ جنيه + ١٠ جنيه) . وإذا ما تم تطبيق قاعدة المتوسط الحسابى البسيط ، حينئذ ستصبح قيمة المؤشر $\frac{١}{٣}$ ١٣ نقطة . وهذا الانخفاض من ٢٠ نقطة إلى $\frac{١}{٣}$ ١٣ نقطة لا يعزى إلى سوء حال السوق ـــ إذ لا توجد أى معلومة عن ذلك ـــ انما يعزى إلى الاشتقاق الذى حدث فى أسهم الشركة الثالثة .

وللتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة ـــ الناجم عن الاشتقاق ـــ أُقْتُرِحَ حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على رقم Divisor بحيث يكون الناتج مساو تماماً للقيمة التى كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق ، وهو ما يعكس بقاء حالة السوق على ما كانت عليه . وتتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التى تحقق هذا الشرط ، بالمعادلة الآتية ٧ ـــ ٢ (Huang & Randall, 1987, P. 64) .

$$\frac{\text{ق قبل}}{\text{و قبل}} = \frac{\text{ق بعد}}{\text{و بعد}} \qquad (٧ — ٢)$$

حيث ق تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم التى يتكون منها المؤشر قبل وبعد الاشتقاق ، و تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق . مع ملاحظة أن قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق غير معلومة .

وإذا ما طبقنا هذه القاعدة لاتضح لنا أن المقسوم عليه فى المثال سالف الذكر لابد وأن يساوى ٢ ، إذ فى ظله تصبح قيمة المؤشر ٢٠ نقطة

(٤٠/٢) ، وهى نفس القيمة التى كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق .

$$\frac{٦٠}{٣} = \frac{٤٠}{\text{و بعد}}$$

ويقدم فرنش (French, 1989, P. 94) معادلة بديلة لإيجاد قيمة المقسوم عليه فى حالة الاشتقاق هى المعادلة ٧ ـــ ٣ .

قيمة المقسوم عليه = $\frac{\text{ق} + \text{س} (١ \div \text{ش})}{\text{دو}}$ (٧ ـــ ٣)

حيث ق تمثل قيمة تعادل مجموع أسعار الأسهم التى لم يحدث لها اشتقاق وذلك قبل حدوث الاشتقاق ، س تمثل سعر السهم الذى اشتق وذلك قبل حدوث الاشتقاق ، ش تمثل معدل الاشتقاق أى عدد الأسهم التى حصل عليها المستثمر فى مقابل كل سهم يملكه ، دو تمثل قيمة مؤشر دو جونز قبل الاشتقاق .

وبتطبيق المعادلة على المثال السابق يتضح أن قيمة المقسوم عليه Divisor تساوى ٢ ، وهى نفس النتيجة التى توصلنا إليها باستخدام المعادلة ٧ ـــ ٢ .

قيمة المقسوم عليه = $\frac{(١٠ + ٢٠) + ٣٠ (١ \div ٣)}{٢٠}$ = ٢

غير أن على القارىء أن يدرك أن المعادلة ٧ ـــ ٢ تتميز على المعادلة ٧ ـــ ٣ بالشمول ، ذلك أنه يمكن استخدامها أيضاً فى حالة استبدال سهم أو أكثر من الأسهم التى يقوم عليها المؤشر Substitution إضافة إلى إمكانية استخدامها فى حالة إصدار إحدى المنشآت الممثلة فى المؤشر لأسهم مقابل توزيعات .

وهكذا يتضح أن حدوث الاشتقاق ، أو الاستبدال ، أو إصدار أسهم مقابل توزيعات من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤشر . هذا التأثير لا يعزى إلى معلومات عن حالة السوق ، ومن ثم يصبح من الضرورى إدخال تعديلات على حساب قيمة المؤشر لاستبعاد تلك الآثار .

وبالطبع يتسم المثال السابق بقدر لا بأس به من التبسيط . ذلك أننا نعلم عدد الأسهم التى يتضمنها المؤشر (وهى ٣ أسهم فى هذا المثال) ، وهذه المعلومة قد لا تكون معروفة للمستثمر ، ومع هذا يمكن له الوصول إلى نفس النتيجة . فبمجرد معرفة أن مجموع القيمة السوقية بعد الاشتقاق كانت ٤٠ جنيه ، وأن قيمة المؤشر قبل الاشتقاق كانت ٢٠ نقطة ، فيمكنه حينئذ معرفة قيمة المقسوم عليه (٤٠ ÷ ٢٠ = ٢) الذى فى ظله يتحقق الثبات والاستقرار فى نتائج قياس المؤشر ، كل ذلك دون حاجة إلى محاولة معرفة عدد الأسهم التى يتضمنها المؤشر . وعلى العموم فإن قيمة المقسوم عليه Divisior عادة ما تنشر فى الصحف إلى جوار قيمة المؤشر ذاته .

ولمزيد من الايضاح وليس التعقيد ، سوف نفترض أنه فى ذات اليوم الذى حدث فيه الاشتقاق كان السوق فى صعود ، وأقفل بالأسعار التالية للأسهم الثلاثة ١٢ جنيه ، ٢٢ جنيه ، ١٤ جنيه على التوالى . حينئذ ينبغى أن يظهر المؤشر تحسناً فى أداء السوق ، وذلك بصرف النظر عن أن الاشتقاق حدث فى نفس اليوم . ولكن كيف ؟ نحتاج أولاً إلى إيجاد قيمة المقسوم عليه وهو ما يتطلب بدوره إيجاد القيمة الكلية لأسعار الأسهم ، مع ملاحظة أن يكون السعر بالنسبة للأسهم التى لم يحدث لها اشتقاق هو السعر فى اليوم السابق على الاشتقاق ، أما السهم الذى حدث فيه اشتقاق فيكون السعر هو ذلك الذى بلغه السهم فور الإعلان عن الاشتقاق . ووفقاً للمثال السابق تبلغ القيمة الكلية للأسهم الثلاثة ٤٠ جنيه (١٠ جنيه + ٢٠ جنيه + ١٠ جنيه) . بعد ذلك يتم قسمة ذلك المجموع على قيمة المؤشر فى اليوم السابق وقدرها ٢٠ نقطة ، ويمثل الناتج فى هذه الحالة قيمة المقسوم عليه (٢ فى هذه الحالة) فى يوم الاشتقاق .

وحيث أن مجموع القيمة السوقية للأسهم بعد الاشتقاق — وفى ظل ارتفاع مستويات الأسعار — قد بلغ ٤٨ جنيه (١٢ جنيه + ٢٢ جنيه + ١٤ جنيه) ، فإن قيمة المؤشر فى ذلك اليوم ينبغى أن تكون ٢٤ نقطة ، وهو ما تم حسابه بقسمه قيمة أسعار الأسهم الثلاثة بعد التحسن الذى طرأ عليها على قيمة المقسوم عليه فور الاشتقاق (٤٨ ÷ ٢ = ٢٤ نقطة) ، وهو ما يعكس

بالتمام والكمال التحسن الذى طرأ على أسعار الأسهم . فالتحسن الذى طرأ على المؤشر يبلغ معدله ٢٠٪ (٢٤ ــ ٢٠)/٢٠) ، والتحسن الذى طرأ على مجموع القيمة السوقية للأسهم بلغ أيضاً ٢٠٪ (٤٨ ــ ٤٠)/٤٠) .

وتظل قيمة المقسوم عليه كما هى إلى أن يحدث اشتقاق أو استبدال آخر ، أو إلى حين إصدار أسهم جديدة مقابل توزيعات . وإذا ما وقع أى من تلك الأحداث تتغير قيمة المقسوم عليه ، وذلك على النحو الموضح . وهنا تجدر الإشارة إلى أن قيمة المقسوم عليه عادة ما تبقى على ما هى عليه ، إذا كان أى من الأحداث السابق الإشارة إليها قد تسبب فى تغير فى قيمة المؤشر بمقدار يقل عن ٥ نقط (French, 1989, P. 64) . وفى ظل هذا القيد يتوقع أن يتحقق قدر من الاستقرار فى قيمة المقسوم عليه . ويكفى القول أنه خلال فترة ٢١ سنة أى منذ عام ١٩٥٩ حتى عام ١٩٨٠ لم تتغير قيمة المقسوم عليه فى مؤشر دو جونز إلا مرتين : فى أغسطس ١٩٧٦ ، وفى يونيو ١٩٧٩ (Reilly, 1985, P. 124) .

هذا ولعل القارىء قد أدرك بنفسه أن قيمة مؤشر دو جونز فى يوم ما تتحدد بالمعادلة ٧ ــ ٤ .

قيمة المؤشر فى يوم ما = ق ÷ و (٧ ــ ٤)

حيث ق تمثل مجموع أسعار الاقفال فى ذلك اليوم للأسهم الفردية التى يتضمنها المؤشر ، و تمثل قيمة المقسوم عليه التى ليست بالضرورة عدد الأسهم التى يقوم عليها المؤشر .

وطالما أن المقام (قيمة « و » فى المعادلة ٧ ــ ٤) ليس بالضرورة هو عدد الأسهم التى يتضمنها المؤشر ، فإن قيمة المؤشر ليست بالضرورة هى المتوسط بالمعنى المفهوم . ولعل هذه إحدى الانتقادات التى توجه إلى مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة ، فالإسم ليس على مسمى . وهذا بالطبع لا يخرج عن كونه انتقاداً شكلياً ، أما الانتقادات الموضوعية فنعرض لها فيما يلى :

الانتقادات التى توجه للمؤشر :

تدور الانتقادات الموضوعية حول حجم العينة ومدى تمثيلها ، وطريقة

حساب قيمة المؤشر ، وكيفية تعديل المؤشر لاستيعاب حالات حدوث اشتقاق فى أحد الأسهم التى تتكون منها العينة .

١ ــ العينة ومدى تمثيلها :

كما سبقت الإشارة تتكون العينة التى يقوم عليها مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة من ٣٠ سهم ــ بمعدل سهم لكل منشأة مُمَثَلَة ــ فى الوقت الذى يصل فيه حجم العينة فى مؤشرات أخرى إلى بضع مئات (ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، ستاندرد آند بور ٤٠٠ على سبيل المثال) أو بضع آلاف (مؤشر مسح قيمة الاستثمار) ، بل وقد يقوم المؤشر على جميع مفردات المجتمع (مؤشر بورصة نيويورك ، ومؤشر البورصة الأمريكية اللذان يتضمنان كافة الأسهم المتداولة فى كل منهما) . يضاف إلى ذلك أن الأسهم المختارة هى لمنشآت عريقة تتميز بضخامة الحجم ، وأن القيمة السوقية للسهم الذى تصدره كل منها تعد مرتفعة بشكل ملحوظ ، حتى أن مجموع القيمة السوقية لأسهم هذا العدد الصغير من المنشآت الممثلة فى العينة ، بلغت نسبتها ٢٣٪ من القيمة السوقية للأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك ، كما سبقت الإشارة . وهذا يعنى فى جملته أن العينة لا تمثل مجتمع الشركات الصناعية ، ومن ثم لا يعد المؤشر ــ من الوجهة النظرية ــ مقياساً جيداً Poor Measure لحالة السوق .

٢ ــ طريقة حساب قيمة المؤشر :

تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقاً للسعر الذى يباع به ، ومعنى هذا أن السهم ذات السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة ، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشراً لأهمية المنشأة أو قوتها الإيرادية ، وهو ما سبق إيضاحه فى قسم سابق من هذا الفصل . يضاف إلى ذلك أن المؤشر لا يُجْرَى تعديله فى حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات ، إذا كانت تلك الأسهم المصدرة تقل عن ١٠٪ من مجموع أسهم المنشأة . هذا على الرغم من أن مثل تلك الاصدارات الصغيرة قد بلغت فى عام ١٩٦٤ ما يقرب من ١٩٪ من إجمالى التوزيعات المعلنة فى تلك السنة (Lorie et al, 1985, P. 47) .

٣ ـــ استيعاب الاشتقاق :

لا تقوم الطريقة التى يجرى بها تعديل المؤشر لاستيعاب الاشتقاق على أى منطق ، أو استراتيجية متعارف عليها فى شأن إدارة محفظة الأوراق المالية (French, 1989, P. 95) . فالطريقة التى يتم بها التعديل يقابلها بالنسبة لمحفظة المستثمر قيامه ببيع الأسهم الإضافية التى حصل عليها نتيجة للاشتقاق ، ثم استثمار حصيلتها فى الأسهم الأخرى التى تتضمنها محفظته ، وذلك بنسبة الأموال المستثمرة فى كل سهم . وبالطبع هذا لا يحدث فى الواقع العملى . فاشتقاق أحد الأسهم التى يتكون منها محفظة المستثمر لا يترتب عليها أى عملية بيع أو شراء .

ولتجنب العيبين الأخيرين يقترح أنصار مؤشر دو جونز استبدال مدخل الأوزان وفقاً للسعر ، بمدخل الأوزان وفقاً للقيمة أو مدخل الأوزان المتساوية . بل ويقترحون أيضاً استبدال المتوسط الحسابى بالمتوسط الهندسى . ولقد قام أحد هؤلاء (Milne, 1966, P. 86) بإيجاد قيمة المؤشر باستخدام ثلاثة أوزان مختلفة هى : الوزن على أساس القيمة السوقية لأسهم المنشأة ، والأوزان المتساوية باستخدام المتوسط الحسابى ، والأوزان المتساوية باستخدام المتوسط الهندسى . وقد خرج بنتيجة مؤداها أن نتائج الطرق الثلاثة تتقارب بشكل ملحوظ فى المدى الطويل ، أما فى المدى القصير فإن تبايناً واضحاً يظهر فى قيمة المؤشر .

ولحسم تلك الانتقادات يقدم ستيفنسون وجننقز (Stevenson & Jannings, 1976, P. 59) ثلاثة معايير للحكم على مدى ملائمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة هى : حجم معامل ارتباط قيمة المؤشر مع قيم المؤشرات الأخرى ، ودرجة التقلب فى قيمة المؤشر مقارنة بدرجة التقلب فى قيم المؤشرات الأخرى ، ومدى الاستقرار فى معدل العائد على المؤشر بالمقارنة مع معدل العائد على مؤشرات أخرى .

أ ـــ معامل الارتباط :

أجريت دراسات عديدة للوقوف على معامل الارتباط Correlation

Coefficient بين قيمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة وبين قيم مؤشرات أخرى . ففى دراسة قامت بها مؤسسة ولشير .Wilshire Ass لإيجاد معامل الارتباط بين قيمة مؤشر دو جونز ، وبين قيمة مؤشر كل من ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، وبورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، ومؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار Value Line Survey ، وولشير ٥٠٠٠ خلال الفترة من أول يناير من عام ١٩٨٠ حتى ٣١ أغسطس من عام ١٩٨٢ ، كشفت عن معامل ارتباط لا يقل عن ٧٤, (Lorie et al, 1985, P. 52) وعندما استبعدت البورصة الأمريكية ارتفع الحد الأدنى لمعامل الارتباط إلى ٨٥, .

وفى دراسة أخرى أجريت خلال الفترة ١٩٨٢ ـــ ١٩٨٤ كشفت عن معامل ارتباط لا يقل عن ٩٤, بين قيمة مؤشر دو جونز وبين قيم مؤشرات كل من ولشير ٥٠٠٠ ، وستاندرد آند بور ٥٠٠ ، وبورصة نيويورك ، وهو ما سبقت الإشارة إليها فى القسم الثالث من هذا الفصل . ويضيف فرنسيس (Francis, 1986, PP. 179, 182) أن معامل الارتباط بين قيم مؤشر دو جونز وبين قيم مؤشر مركز دراسات أسعار الأسهم Center for Research on Security Prices (CRSP) لا يقل عن ٩٣, ، وذلك فى الوقت الذى يوصف فيه المؤشر الأخير بأنه الأكثر تعقيداً فى كيفية حسابه ، وأنه يتفوق على مؤشر دو جونز فى كافة الأسس النظرية التى ينبغى مراعاتها عند بناء النماذج ، والتى سبقت الإشارة إليها فى القسم الثالث من هذا الفصل .

ب ـــ درجة التقلب فى قيم المؤشر :

وكما هو الحال بالنسبة لمعامل الارتباط ، لا يوجد اختلاف يذكر بين درجة تقلب Volatility قيم مؤشر دو جونز مقارنة بقيم مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، ومؤشر بورصة نيويورك . ليس هذا فقط بل إن مؤشر البورصة الأمريكية ـــ الذى تتكون مفرداته من كافة الأسهم المتداولة فى تلك البورصة ـــ يتميز بدرجة أعلى من التقلب قياساً بمؤشر دو جونز (Lorie & Hamilton, 1972) . ولعل هذا يرجع إلى نوعية الأسهم المسجلة فى تلك البورصة . فهى أسهم لمنشآت صغيرة الحجم أو حديثة الإنشاء ، إذا ما قورنت بالأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك (Fischer & Jordan, 1987; Bernstein, 1987, P. 58) .

وتؤكد نتائج تحليل التقلب فى قيمة المؤشر على ثلاثة أمور هامة : أولها أن الأسهم المتداولة فى البورصة الأمريكية تتسم بدرجة عالية من المخاطر ، ومن ثم فإن مؤشر تلك البورصة ـــ رغم تغطيته لكافة الأسهم المتداولة فيها ـــ لا يمكن أن يكون مقياساً مقبولاً لحالة سوق الأوراق المالية فى الولايات المتحدة ككل ، ومن ثم لا يمكن اعتباره مؤشراً لحالة الاقتصاد القومى فيها . أما الأمر الثانى فهو أن كون مؤشر دو جونز يقوم على عينه مؤلفه من المنشآت الكبيرة والعريقة قد يعتبر ميزة وليس عيباً ، على أساس أن حركة أسعار أسهم تلك المنشآت ترتبط بدرجة أكبر بالحالة الاقتصادية العامة ، وذلك بالمقارنة مع أسعار أسهم المنشآت الصغيرة التى يمثلها مؤشر البورصة الأمريكية (Lorie et al, 1985, P. 43) . بل وربما كان فى ضخامة حجم المنشآت وعراقتها تعويضاً لصغر حجم العينة التى يقوم عليها المؤشر .

ويضيف لورى وزملائه (P. 43) أن تلك النتائج تؤكد على حقيقة ثالثة هى أن أسلوب الأوزان المستخدم لا يؤثر على دقة المؤشر . فمؤشر دو جونز الذى يقوم على مدخل الوزن على أساس السعر Price Weighting لا تختلف درجة تقلبه عن درجة التقلب فى مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ الذى يحسب فيه الوزن على أساس مدخل القيمة Value Weighting أو مؤشر بورصة نيويورك الذى يحسب فيه الوزن على أساس المجتمع الكامل للمنشآت وليس عينة منه(٥) .

استقرار العائد :

وبالنسبة لمدى الاستقرار Stability النسبى فى معدل العائد على مؤشر دو جونز ، مقارنة بمثيله للمؤشرات الأخرى فأمر يصعب الدفاع عنه . ففى عام ١٩٣٩ خرجت شركة IBM من عينه المؤشر وحلت محلها شركة التليفونات والتلغراف (American Telephone & Telegrame (AT & T . وفى عام ١٩٦٥ أجريت دراسة كشفت عن أنه لو لم يحدث الاستبدال لكانت قيمة المؤشر ضعف ما أصبحت عليه بعد الاستبدال . ومنذ عام ١٩٣٩ استبدلت

---

(٥) طالما أن المقياس يقوم على جميع مفردات المجتمع ، فإن حساب قيمته على أساس مدخل السعر ، أو مدخل القيمة ، أو مدخل التساوى لن يسفر عن نتائج مختلفة .

أسهم بأخرى ، وكانت النتيجة دائماً انخفاض قيمة المؤشر عما كان يمكن أن يكون عليه لو لم يحدث الاستبدال (Milne, 1966, P. 87) . ولعل هذا يرجع إلى صغر حجم العينة الذى من شأنه أن يُضخم تأثير الاستبدال ، وهو ما يعنى بعبارة أخرى أن تأثير الاستبدال على عائد المؤشرات الأخرى لن يكون كبيراً ، نظراً لكبر حجم العينة التى يقوم عليها المؤشر . هذا وقد أشارت دراسة روبرستون (Roberston, 1971) أن الانخفاض فى قيمة المعدل على هذا النحو ، قد ترتب عليها انخفاض معدل العائد المتولد فى ظله ، مقارنة بمعدل العائد على محفظة السوق .

ورغم هذه الانتقادات فإن مؤشر دو جونز هو أكثر مؤشرات أسعار السوق شهره وأوسعها استخداماً . وأن الواقع قد كشف عن أن التغير فى قيمة المؤشر يعكس التغير فى أسعار السوق بصفة عامة ، وهو لا يختلف فى ذلك عن مؤشرات أخرى تتوافر فيها كافة الاشتراطات النظرية لبناء العينات . وهو ما أكده تحليل معامل الارتباط وتحليل درجة التقلب فى قيمة المؤشر . وعليه يمكن القول بأن الانتقادات التى توجه إلى مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة وهى حجم العينة ، وطريقة حساب قيمة المؤشر ، وكيفية معالجته لحالة اشتقاق الأسهم كلها إنتقادات ذات طابع أكاديمى ، وليس لها تأثير يذكر على أرض الواقع .

مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ :

تتضمن العينة التى يقوم عليه مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ S & P. 500 من ٥٠٠ سهم تمثل ٤٠٠ منشأة صناعية ، ٤٠ منشأة منافع عامة (كالكهرباء والماء ...) ، ٢٠ منشأة للنقل ، ٤٠ منشأة تعمل فى المجال المالى (Lorie et al, 1985, P. 48) . وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما فى إحدى البورصات الكبرى أو فى السوق غير المنظمة (Reilly, 1985, P. 126) . وقد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات هى : مؤشر الصناعة (٤٠٠ سهم) ، ومؤشر منشآت المنافع العامة (٤٠ سهم) ، ومؤشر النقل (٢٠ سهم) ، ومؤشر المنشآت المالية (٤٠ سهم) .

وعلي عكس مؤشر دو جونز ، لا يعتبر مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ متوسطاً بل رقماً قياسياً ، فترة الأساس فيه هى ١٩٤١ ــ ١٩٤٣ ، وأعطى للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها ١٠ (Lorie et al, 1985, P. 44) وكما سبقت الإشارة فإن المؤشر المذكور هو واحد من بين المؤشرات التى تقوم على مدخل القيمة Value Weighting ويتم حسابه فى يوم ما بالمعادلة ٧ ــ ٥ .

قيمة المؤشر = (ق / ق*) × ١٠ (٧ ــ ٥)

حيث :

ق = س × ن

ق* = س* × ن

حيث ن تمثل عدد الأسهم التى يتكون منها رأس مال المنشآت الممثلة فى المؤشر ، س تمثل سعر الاقفال لسهم تلك المنشأة فى اليوم الذى يقاس فيه المؤشر . أما س* فتمثل سعر الاقفال للسهم فى اليوم السابق . وأخيراً فإن القيمة ١٠ هى القيمة الجزافية التى أعطيت للمؤشر فى فترة الأساس .

ولإلقاء مزيد من الضوء على كيفية قياس قيمة المؤشر سنفترض جدلاً أن المؤشر يتكون فقط من أسهم ثلاث منشآت . أما القيمة السوقية لكل سهم وكذا عدد الأسهم المصدرة منه فى ٣١/١٢/١٩٩١ ، وفى ٣١/١٢/١٩٩٢ فيوضحها جدول ٧ ــ ٧ . وبتطبيق المعادلة ٧ ــ ٥ يتضح أن قيمة المؤشر فى ٣١/١٢/١٩٩٢ تبلغ ١١,٥ .

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{٤٤٢٠٠٠}{٤٠٠٠٠٠} \times ١٠ = ١١,٥$$

وعلى عكس مؤشر دو جونز ، لا يتأثر مؤشر ستاندرد آند بور بالاشتقاق أو باصدار أسهم فى مقابل توزيعات ، ذلك أنه يُعَدِلْ ذاته آلياً . ففى حالة الاشتقاق مثلاً يُعَوِض انخفاض السعر الزيادة فى عدد الأسهم ، وهو ما يعنى عدم حدوث أى تغير فى القيمة الكلية للمنشأة[٦] . ونفس الشيء ينطبق على حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات .

---

(٦) للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع فى ذلك إلى كتاب الإدارة المالية : مدخل تحليلى معاصر للمؤلف .

جدول ٧ ــ ٧
بيانات عن أسهم مفترضة يتكون منها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠

السهم	السعر	عدد الأسهم	القيمة
		١٩٩١/١٢/٣١	
أ	٣٠	٢٠٠٠	٦٠٠٠٠
ب	٤٠	٤٠٠٠	١٦٠٠٠٠
جـ	٦٠	٣٠٠٠	١٨٠٠٠٠
			٤٠٠٠٠٠
		١٩٩٢/١٢/٣١	
أ	٣٥	٢٠٠٠	٧٠٠٠٠
ب	٣٠	٦٠٠٠*	١٨٠٠٠٠
جـ	٦٠	٣٢٠٠**	١٩٢٠٠٠
			٤٤٢٠٠٠

* الزيادة فى عدد الأسهم مقارنة بما كانت عليه فى ١٩٩١/١٢/٣١ ، ترجع إلى اشتقاق أسهم المنشأة ب وذلك بحصول المستثمر على ثلاثة أسهم فى مقابل كل سهمين يمتلكها .

** الزيادة تمثل أسهم مقابل توزيعات تقل نسبتها عن ١٠٪ من عدد الأسهم المصدرة .

ومع هذا فإن المؤشر لا يخلو من عيوب . فكما سبقت الإشارة فى القسم الثالث من هذا الفصل ، أن حساب العائد للمؤشرات من هذا النوع ــ أى التى يقوم على مدخل القيمة ــ يتحيز لصالح المنشآت التى يكون سعر أسهمها أكبر . ونضيف فى هذا القسم أن المؤشر يتحيز كذلك للمنشآت ذات الحجم الأكبر . فلو افترضنا أن الأوضاع فى ١٩٩٢/١٢/٣١ ظلت كما كانت عليه فى ١٩٩١/١٢/٣١ عدا أن سعر السهم أ ارتفع بنسبة ٢٠٪ ليصبح ٣٦ جنيه بدلاً من ٣٠ جنيه على النحو الموضح فى جدول ٧ ــ ٨ (الحالة الأولى) ، حينئذ ستكون قيمة المؤشر ١٠,٣ [(٤١٢٠٠٠ ÷ ٤٠٠٠٠٠) × ١٠] . أما إذا افترضنا بقاء كل شىء على ما كان عليه فى ١٩٩١/١٢/٣١ عدا تغيراً قد

طرأ على سعر السهم ب فى ١٩٩٢/١٢/٣١ حيث ارتفع بنسبة ٢٠٪ ، ليصبح ٤٨ جنيه بدلاً من ٤٠ جنيه (الحالة الثانية) ، حينئذ ستكون قيمة المؤشر ١٠,٨ [(٤٣٢٠٠٠ ÷ ٤٠٠٠٠٠) × ١٠] . هذا مع ملاحظة أن القيمة السوقية لأسهم المنشآت التى يمثلها المؤشر فى ١٩٩١/١٢/٣١ كانت ٤٠٠٠٠٠ جنيه .

وهكذا يظهر بوضوح أن قيمة المؤشر تتسم بقدر من التحيز[٧] . فعلى الرغم من أن التغير فى القيمة السوقية للسهم الواحد بلغت نسبته ٢٠٪ فى الحالتين ، إلا أن التغير فى سعر السهم للمنشأة الأكبر حجماً (المنشأة ب) ترك أثراً أكبر على قيمة المؤشر ، بالمقارنة مع التغير الذى طرأ على سعر السهم للمنشأة الأصغر حجماً (المنشأة أ) .

جدول ٧ — ٨
معلومات مفترضة بشأن تغير
طرأ على أسهم المنشأة أ ، والمنشأة ب

		١٩٩٢/١٢/٣١			
		الحالة الأولي		الحالة الثانية	
السهم	عدد الأسهم	السعر	العينة	السعر	القيمة
أ	٢٠٠٠	٣٦	٧٢٠٠٠	٣٠	٦٠٠٠٠
ب	٤٠٠٠	٤٠	١٦٠٠٠٠	٤٨	١٩٢٠٠٠
جـ	٣٠٠٠	٦٠	١٨٠٠٠٠	٦٠	١٨٠٠٠٠
			٤١٢٠٠٠		٤٣٢٠٠٠

(٧) قدر من التحيز يعزى إلى التباين فى سعر السهمين . ولكن حتى إذا كان سعر السهم أ مساوياً لسعر السهم ب ، فإن التحيز يظل موجوداً وان كان بدرجة أقل .

تقييم لقدرة مؤشرات الأسعار على التنبؤ بالحالة الاقتصادية :

سبق أن أشرنا فى الفصل السادس ، وفى القسم الأول من الفصل الذى نحن بصدده ، إلى أن أى من مؤشرات أسعار السوق Stock Market Index المصمم بطريقة جيدة ، يمكنه أن يعكس الحالة التى ستكون عليها الظروف الاقتصادية خلال فترة لاحقه . ونضيف أن أسعار الأسهم فى السوق تعد أكثر المتغيرات تأثيراً Most Influential Variable على المؤشر المركب للتنبؤ بالدورات التجارية ، والمؤشر الاقتصادى المركب الذى يسبق الأحداث (Siegal, 1991, P. 27) والذى سنعرض له فى الفصل الثامن . ولكن هل يمكن الادعاء بأن مؤشر أسعار السوق يعد أداة أكيدة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية ؟

فى دراسة أكثر حداثه قام بها وليم شورت (Schwert, 1990a) وغطت الفترة ١٨٠٢ ــ ١٩٩٠ ، كشفت عن أن إنخفاضاً فى معدل العائد على مؤشر السوق قدره ٨٪ أو أكثر كان حدثاً سابقاً (أو على الأقل مصاحباً) لحدوث الكساد ، وذلك فى ٣٨ مرة من أصل ٤١ مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد . بما يعنى أن المؤشر نجح فى التنبؤ بحدوث الكساد وذلك بنسبة ٩٣٪ . ويوضح جدول ٧ ــ ٩ بعض البيانات المفيدة فى هذا الشأن ، والتى تغطى الفترة ١٩٤٨ ــ ١٩٩٠ .

وكما يبدو فإن بدأ الهبوط فى عائد مؤشر السوق قد أعطى انذارا قبل بدأ حدوث الكساد بالفعل بفترة تراوحت بين شهر واحد ، ١٤ شهر وهو ما يوضحه العمود رقم ٣ . يستثنى من ذلك الكساد الذى حدث فى عام ١٩٩٠ ، حيث فشل المؤشر تماماً فى التنبؤ بحدوثه . بل ويضيف سيقل (Seigel, 1991, P. 29) أن فترة السبق التى يكشف عنها جدول ٧ ــ ٩ قد تم تحديدها ما بين تاريخ بدأ هبوط عائد المؤشر وتاريخ بدأ حدوث الكساد . ولما كان هبوط العائد قد يكون ضئيلاً وغير لافت للأنظار ، فاننا نصبح فى حاجة إلى وضع معيار لمدى الهبوط فى عائد مؤشر السوق الذى يعد بمثابة انذار لحدوث الكساد . وإذا ما اعتبرنا أن هبوطاً معدله ٨٪ أو أكثر فى عائد السوق يعد بمثابة الانذار بحدوث الكساد ، وهو ما يظهره عمود ٤ فى جدول ٧ ــ ٩ ، فإن فترة السبق سوف تتضاءل . ليس هذا فقط بل وأن مؤشر السوق

سيصبح مؤشراً متمشياً مع الأحداث فى حالتين (١٩٥٧ ــ ١٩٥٨ ، ١٩٨١ ــ ١٩٨٢) ، ومؤشر لاحقاً للأحداث فى حالتين أخرتين (١٩٨٠ ، ١٩٩٠) .

كذلك فإن مزيداً من التأمل فى جدول ٧ ــ ٩ يكشف عن أنه باستثناء حالتين (١٩٧٠ ، ١٩٧٣ ــ ١٩٧٥) كانت فترة السبق وفقاً لبيانات

جدول ٧ ــ ٩
فترات الكساد ومستوى مؤشر الأسعار

فترة الكساد	تاريخ بدأهبوط عائد المؤشر (١)	تاريخ بدأ الكساد (٢)	فترة السبق بين (١) ، (٢) (٣)	فترة السبق بين هبوط ٨٪ أوأكثر وبين (٢) (٤)
١٩٤٨-١٩٤٩	مايو ١٩٤٨	ديسمبر ١٩٤٨	٧	١
١٩٥٣-١٩٥٤	ديسمبر ١٩٥٢	أغسطس ١٩٥٣	٨	غير متاح
١٩٥٧-١٩٥٨	يوليو ١٩٥٧	سبتمبر ١٩٥٧	٢	صفر
١٩٦٠-١٩٦١	ديسمبر ١٩٥٩	مايو ١٩٦٠	٥	١
١٩٧٠	نوفمبر ١٩٦٨	يناير ١٩٧٠	١٤	١١
١٩٧٣-١٩٧٥	ديسمبر ١٩٧٢	ديسمبر ١٩٧٣	١٢	٨
١٩٨٠	يناير ١٩٨٠	فبراير ١٩٨٠	١	١-
١٩٨١-١٩٨٢	نوفمبر ١٩٨٠	أغسطس ١٩٨١	٩	صفر
١٩٩٠	يوليو ١٩٩٠	يوليو ١٩٩٠	صفر	٢-
المتوسط			٤ر٦	٣ر٢
الانحراف المعياري			٤ر٦	٤ر٤
المتوسط باستبعاد كساد ١٩٨٠ *			١ر٧	٧ر٢
الانحراف المعياري باستبعاد كساد ١٩٨٠ **			٤ر٤	٥ر٤

* يعتبر بعض الاقتصاديين أن كساد ١٩٨٠ جزء من كساد ١٩٨١ ــ ١٩٨٢ .

العمود رقم ٤ هى شهر واحد ، وهو ما يعتبر انذاراً متأخراً لاتخاذ إجراءات تصحيحية. بل ويضيف سيقل (P. 29) أنه منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن ، أعطى مؤشر أسعار السوق سبعه انذارات كاذبة False Alarms . فلقد انخفض عائد المؤشر بنسبة زادت عن ٨٪ ومع هذا لم تتعرض البلاد للكساد . فكلنا يذكر على سبيل المثال أزمة أكتوبر من عام ١٩٨٧ أو ما يطلق عليه بيوم الاثنين الأسود Black Monday الذى سنعرض له فى الفصل السابع عشر والفصل الثامن عشر . فلقد انخفض عائد مؤشر أسعار الأسهم فى شهر نوفمبر من عام ١٩٨٧ بنسبة ٢٩٪ تقريباً ، مقارنة بما كان عليه فى شهر أغسطس من تلك السنة ، ومع هذا لم تتعرض البلاد للكساد خلال الاثنى عشر شهراً التالية . ويوضح جدول ٧ ــ ١٠ قائمة بالانذارات الكاذبة لمؤشر السوق منذ نهاية الحرب العالمية الثانية .

جدول ٧ ــ ١٠

الانذارات الكاذبة لمؤشر السوق

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية*

سنة الانذار	شهر القمة	شهر التدني	٪ للانخفاض
١٩٤٦	مايو ١٩٤٦	مايو ١٩٤٧	٢٤ر.
١٩٥٧	يوليو ١٩٥٦	فبراير ١٩٥٧	٨ر٣
١٩٦٢	ديسمبر ١٩٦١	يونيو ١٩٦٢	٢٣ر١
١٩٦٦	يناير ١٩٦٦	سبتمبر ١٩٦٦	١٥ر٥
١٩٧٨	أغسطس ١٩٧٨	أكتوبر ١٩٧٨	١٠ر٨
١٩٨٤	نوفمبر ١٩٨٣	مايو ١٩٨٤	٨ر٢
١٩٨٧	أغسطس ١٩٨٧	نوفمبر ١٩٨٧	٢٩ر١

* يقصد بشهر التدنى ذلك الشهر الذى حدث فيه أقصى انخفاض فى عائد المؤشر ، مقارنة بأعلى عائد سابق ويقصد به العائد فى شهر القمة .

ويعبر سيقل (Seigel, 1991, P. 29) عن النتائج السابقة ــ وذلك بطريقة مماثلة لتعبير سابق لساميلسون (Samuelson, 1966, P. 92) الحاصل على جائزة نوبل ــ بقوله أن مؤشر أسعار السوق قد تنبأ بخمسة عشر حالة كساد من أصل تسع حالات كساد "The Stock Market has Predicted Fifteen of the Last Nine Recessions" . فوفقاً لجدول ٧ ــ ٩ وقعت تسع حالات كساد تنبأ بثمانية منه قبل وقوعها ، كما تنبأ بسبع حالات كساد كاذبة .

هذا عن قدره مؤشر السوق على التنبؤ بوقوع الكساد ، ولكن ماذا عن قدرته للتنبؤ بالخروج منه Predicting Recoveries ؟ يعترف سيقل (P. 30) بتفوقه فى هذا الشأن . فوفقاً لبيانات جدول ٧ ــ ١١ تمكن مؤشر أسعار السوق من التنبؤ بالخروج من حالة الكساد بفترة سبق تراوحت ما بين أربعة شهور وتسعة شهور ، بمتوسط قدره ٥,٢ شهر وبانحراف معيارى بلغ ١,٥٥ شهر . وقد قيست فترة السبق بالمدة الزمنية التى مضت منذ أن بدأ عائد المؤشر فى الصعود إلى أن بدأت مرحلة الخروج من الكساد . وإذا ما قيست فترة السبق بالفترة التى مضت منذ أن ارتفع عائد المؤشر إلى ٨٪ ، فإن متوسط فترة السبق ينخفض إلى ٣,٢ شهر بانحراف معيارى قدره ١,٤ شهر .

والآن كيف لنا أن نختتم هذا القسم ؟ يظل الرأى كما كان عليه فى الفصل السادس والقسم الأول من الفصل السابع . مؤشر السوق أداة جيدة للتنبؤ بحدوث الكساد أو للتنبؤ بالخروج منه . فوفقاً لبيانات العمود رقم ٣ فى جدول ٧ ــ ٩ كانت هناك فترة سبق لمؤشر أسعار السوق ، وذلك فى ثمانى حالات من أصل تسع حالات كساد ، وأن متوسط السبق بلغ ٦,٤ شهر . وفى حالة التنبؤ بالخروج من الكساد والتى يوضحها جدول ٧ ــ ١١ كان متوسط فترة السبق ٥,٢ ، وان كان الحد الأدنى أفضل من مثيله فى حالة التنبؤ بوقوع الكساد . هذا لا شك سجل مشرف . ففى حالة الكساد يعطى المؤشر للقائمين على شئون الاقتصاد فرصة لاتخاذ الاجراءات التصحيحية ، التى تسهم فى الخروج من الأزمة . أما بالنسبة للانذارات الكاذبة فليس لها مخاطر بالمرة ، بل وربما كان لها بعض الفوائد . ذلك أنها تحث المختصين للبحث عن سبل لتنشيط الاقتصاد ، وهذا أمر لا غبار عليه سواء حدث الكساد أو لم يحدث .

جدول ٧ ــ ١١
فترة السبق فى التنبؤ بالخروج من حالة الكساد

فترة الكساد	تاريخ بدأ ارتفاع عائد المؤشر (١)	تاريخ بدأ نهاية الكساد(٢)	فترة السبق بين (١) الي (٢) ، (٣)	فترة السبق بين - ارتفاع ٨٪ وبين (٢) ، (٤)
١٩٤٨-١٩٤٩	مايو ١٩٤٩	أكتوبر ١٩٤٨	٥	٣
١٩٥٣-١٩٥٤	أغسطس ١٩٥٣	مايو ١٩٥٤	٩	٥
١٩٥٧-١٩٥٨	ديسمبر١٩٥٧	أبريل ١٩٥٨	٤	١
١٩٦٠-١٩٦١	أكتوبر ١٩٦٠	فبراير ١٩٦١	٤	٢
١٩٧٠	يونيو ١٩٧٠	نوفمبر ١٩٧٠	٥	٣
١٩٧٣-١٩٧٥	سبتمبر ١٩٧٤	مارس ١٩٧٥	٦	٥
١٩٨٠	مارس ١٩٨٠	يوليو ١٩٨٠	٤	٢
١٩٨١-١٩٨٢	يوليو ١٩٨٨٢	نوفمبر ١٩٨٢	٤	٣.
١٩٩٠	أكتوبر ١٩٩٠	أبريل ١٩٩١	٦	٥
	المتوسط		٥ر٢٠	٣ر٢
	الانحراف المعياري		١ر٥٥	١ر٤

الخلاصة :

تعتبر مؤشرات الأسعار أداة لقياس الحالة التى عليها أسواق رأس المال . وقد تكون تلك المؤشرات عامة أى تقيس حالة السوق بصفة عامة ، أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التى عليها صناعة معينة دون سواها . ولمؤشرات الأسعار استخدامات عديدة فى مقدمتها التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية فى الدولة المعنية . غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى من بينها أنها تعطى فكرة سريعة عما ينبغى أن يكون عليه عائد محفظة الأوراق المالية للمستثمر ، كما أنها تعد أداة لقياس كفاءة إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة فى

الاستثمار ، إضافة إلى إمكانية استخدامها للتنبؤ بما ستكون عليه حالة السوق فى المستقبل ، وأيضاً استخدامها فى تقدير حجم المخاطر لعائد محفظة الأوراق المالية للمستثمر .

ومن أهم متطلبات بناء مؤشرات الأسعار عينة ملائمة وممثلة ، وأسلوب محدد لتحديد الوزن النسبى لكل سهم داخل العينة ، ثم طريقة سهلة ومبسطة لكيفية حساب قيمة المؤشر . هذا وتنقسم المؤشرات شائعة الاستخدام إلى مجموعتين : مجموعة يكون فيها الوزن النسبى للسهم داخل العينة محسوب على أساس السعر الذى يباع به ، ومجموعة يكون فيها الوزن النسبى للسهم محسوب على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التى أصدرتها المنشأة . ويعتبر مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة مثالاً على النوع الأول ، بينما يعتبر مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ مثالاً على النوع الثانى . وعلى الرغم من أن بناء مؤشر دو جونز قد تجاهل بعض المتطلبات النظرية فى بناء المؤشرات إلا أن أرض الواقع قد كشفت عن أنه مؤشر لا يقل دقة عن غيره ، وأنه من أكبر مؤشرات الأسعار شيوعاً .

الباب الرابع
تحليل البيانات والمعلومات

البيانات والمعلومات التى قد تتاح لجمهور المستثمرين والتى وضع الباب الثالث إطاراً عاماً لها ، عادة ما تكون فى صورة خام ، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضى وليس إلى المستقبل الذى هو بيت القصيد فى إتخاذ قرارات الاستثمار . وحتى يمكن الإنتفاع بتلك البيانات والمعلومات ، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد فى استخلاص النتائج والعبر التى تسهم فى رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل ، وتمهد بالتالى السبيل إلى إتخاذ قرارات استثمارية ملائمة .

ويحدثنا الفكر فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية عن وجود نوعين من التحليل : التحليل الأساسى ، والتحليل الفنى . ويعنى التحليل الأساسى بدراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت فى الظروف الاقتصادية العامة ، أو ظروف الصناعة التى تنتمى إليها ، أو ظروف المنشأة ذاتها . كل ذلك بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد فى التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التى يتوقع أن تتولد عن عمليات المنشأة ، والتى تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للسهم الذى تصدره . أما التحليل الفنى فيركز على دراسة السجل الماضى للتغير فى السعر الذى يباع به السهم ، على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن منه أن يستخلص المحلل نتائج تفيد فى التنبؤ بما سيكون عليه ذلك السعر فى المستقبل .

ونظراً للعمق الذى يقوم عليه التحليل الأساسى فسوف يحظى باهتمام خاص فى هذا الباب ، إذ تتناوله الفصول الأربعة من الثامن إلى الحادى عشر . ثم يأتى الفصل الثانى عشر الذى يخصص للتحليل الفنى بعده نعود إلى الفصل الثالث عشر الذى يعرض لاستراتيجيات الاستثمار التى تخص التحليل الأساسى ، وذلك طالما أن التحليل الفنى — فى حقيقة أمره — ما هو إلا إستراتيجيات للإستثمار .

الفصل الثامن
التحليل الأساسى : تحليل الظروف الاقتصادية

أشير فى مقدمة الباب الرابع الذى نحن بصدده إلى نوعين من التحليل هما : التحليل الأساسى والتحليل الفنى . ويعني التحليل الأساسى Fundamental Analysis والذى يطلق على أصحابه بالأساسيين Fundamentalists بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية ، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة ، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التى تتعرض لها تلك الربحية . وتمثل تلك المعلومات الأساس فى تحديد السعر الذى ينبغى أن يباع به السهم الذى تصدره المنشأة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السادس . أما التحليل الفنى Techincal Analysis الذى يطلق على أصحابه بالفنيين Technicians فلا يلقى بالا لمثل هذه الأمور . ذلك أنه يركز الاهتمام على دراسة التغيرات التى طرأت على سعر السهم خلال فترة ماضية ، وذلك على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات ، يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة سعر ذلك السهم فى المستقبل .

ونظراً لأن التحليل الأساسى ــ على عكس التحليل الفنى ــ يقوم على فكر محدد معترف به فى مجال الاستثمار ، فإنه عادة ما يحظى باهتمام أكبر فى المؤلفات التى تعنى بأسواق رأس المال . وهذا ما سوف يسير عليه الكتاب الذى بين يديك . إذ ستتم تغطية التحليل الأساسى فى خمسة فصول ، نفتتحها بالفصل الثامن الذى نحن بصدده الآن ، والذى يتضمن ثلاثة أقسام نبدأها بالقسم الأول الذى يعنى بالتفرقة بين التحليل الأساسى والتحليل الفنى . يتبعه القسم الثانى الذى يعرض للمداخل البديلة لتناول التحليل الأساسى ، والذى خرجنا منه بتفضيل البدأ بالتحليل على المستوى الكلى Macro Level ثم نتدرج لنصل بالتحليل إلى المستوى الجزئى Micro Level . وعلى ضوء هذا المدخل أصبح لزاماً أن نبدأ تناول التحليل الأساسى بتحليل الظروف الاقتصادية السائدة ، وهو ما سوف يخصص لها القسم الثالث من هذا الفصل .

التحليل الأساسي والتحليل الفني :

استخلص شول وهلى (Schall & Haley, 1988, P. 127) سمة جوهرية تميز بين التحليل الأساسي والتحليل الفنى . فالتحليل الفنى لا يعترف بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق Weak Form Efficient طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال دراسة التغيرات التى طرأت على ذلك السعر فى فترات ماضية . فكما سنشير فى الفصل الرابع عشر يقضى فرض الصيغة الضعيفة بأن السعر الذى يباع به السهم فى أى لحظة ، يعكس بالفعل كافة البيانات التاريخية ومن بينها السعر الذى كان يباع به من قبل . وعليه فإن تحليل البيانات والمعلومات التاريخية هو جهد ضائع لا طائل من ورائه . أما التحليل الأساسى فهو على العكس من ذلك ، إذ يعترف بصيغة الفرض الضعيف ، وإن كان لا يعترف بالصيغة متوسطة القوة للكفاءة Semi-strong Form Efficient وذلك طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم ، من خلال التحليلات والتقارير وغيرها من المعلومات التى ترد للمستثمر يومياً من مصادر متعددة . ولنا عودة لفروض كفاءة السوق وذلك فى الفصل الرابع عشر كما سبقت الإشارة .

أما السمة الثانية فهى أن التحليل الأساسى ينصرف إلى المستقبل ، بينما ينصرف التحليل الفنى إلى الماضى (Sharpe, 1985, PP. 608-609) . ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 87) سمة ثالثة هى أن التحليل الأساسى يعنى بتحديد القيمة الحقيقية Intrinsic Value للسهم ، بينما يعنى التحليل الفنى بتوقيت Timing شرائه أو بيعه . هذا ويتوقع المؤلف أن يجد القارىء حديث الاهتمام بأسواق رأس المال صعوبة فى فهم تلك الفروق ، ولكنه يتوقع كذلك أن تزداد الأمور وضوحاً مع كل صفحة يقرأها فى محتويات هذا الباب .

المناهج البديلة لتناول التحليل الأساسى :

يميل الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية فى التحليل الأساسى هى الظروف الاقتصادية العامة وأن تكون النهاية هى تحليل ظروف المنشأة ذاتها ،

وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلى فالجزئى Macro-Micro Approach أو التحليل من أعلى إلى أسفل Top-Down Analysis . وفى المرحلة الأولى أى مرحلة تحليل الظروف الاقتصادية يكون الهدف هو التعرف على التغيرات المحتملة فى الظروف الاقتصادية فى الدولة والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق رأس المال . يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة فى محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة ، إما بسبب الظروف الاقتصادية التى يحتمل أن تسود فى المستقبل ، أو بسبب تطور تكنولوجى أو تغير اجتماعى ، أو بسبب أى متغير آخر يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة . وفى المحطة الأخيرة أى التحليل على مستوى المنشأة يكون الهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة ، التى يوصى المحلل بالاستثمار فى الأوراق المالية التى تصدرها .

وفى المقابل هناك مدخل بديل تكون نقطة البداية فيه هى تحليل ظروف المنشآت الفردية ، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذى تتبعه المنشأة ، وبذا تكون المحطة الأخيرة هى تحليل الظروف الاقتصادية التى فى ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها ، وهو ما يطلق عليه بالتحليل من أسفل إلى أعلى Buttom-Up Analysis أو مدخل التحليل الجزئى فالكلى Micro-Macro Approach . ولكن أى المدخلين أكثر ملائمة ؟ لا يعتقد فرنش (French, 1989, P. 231) فى وجود إجابة محددة على مثل هذا السؤال . ذلك أن هناك من يعتقد فى أن المدخل الأول هو الأكثر ملائمة . فبمجرد معرفة الصناعة الواعدة نكون قد قطعنا أكثر من نصف الطريق نحو الهدف الذى نرجوه ، إذ ما يتبقى بعد ذلك لا يخرج عن كونه البحث عن أفضل منشأة داخل تلك الصناعة ، وهذه مشكلة سهلة . ذلك أن الاستدلال على منشأة جيدة من داخل صناعة واعدة كشف عنها التحليل ، هو أيسر بكثير من محاولة الاستدلال على منشأة جيدة من بين صناعات عديدة لا نعلم عنها شيئاً .

وعلى الجانب الآخر هناك من يعتقد فى أن المدخل الثانى هو الأكثر ملائمة ، على أساس أن إتباع المدخل الأول قد يؤدى إلى تخطى منشأة ما يكون الاستثمار فيها مربحاً . يحدث ذلك عندما تكون للمنشأة ظروفها الخاصة المتميزة عن المنشآت الأخرى التى تعمل معها فى ذات الصناعة ، وأن الصناعة ذاتها

استبعدت فى المرحلة الثانية من التحليل . وإذا كان هذا انتقاداً موجهاً إلى المدخل الأول ، فإن هناك إنتقاداً مماثل يمكن أن يوجه إلى المدخل الثانى . ذلك أن المنشأة التى يكشف التحليل عن ملائمتها للاستثمار ، قد لا تكون بالضرورة هى الأفضل ، إذ قد يكون هناك منشآت أخرى أكثر ملائمة ولكن لم يمتد إليها التحليل . يضاف إلى ذلك أن ظروف المنشأة المختارة قد تكون ملائمة ، ولكن ظروف الصناعة التى تنتمى إليها والتى تترك أثرها فى النهاية على المنشأة ذاتها ، قد تكون غير ملائمة (Huang & Randall, 1987, P. 189) .

وإذا كان لكل مدخل سماته المميزة ، فإن الواقع العملى يشير إلى أن كل منهما مكمل للآخر (Sharpe, 1985, P. 614) . فعادة ما يتم تحليل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة (المدخل الأول) فى ذات الوقت الذى يتم فيه تحليل ظروف المنشآت الفردية (المدخل الثانى) . وإذا ما اتضح أن النتائج النهائية للمدخلين منسجمة ، حينئذ تزداد الثقة فى إمكانية الاعتماد على تلك النتائج فى إتخاذ قرارات الاستثمار . أما إذا كان الأمر على خلاف ذلك فيعاد النظر فى نتائج المدخلين . بل ويقترح فرنش (P. 231) أن يجرى كل من المدخلين فى معزل عن الآخر ، ثم تجرى المقارنة بين نتائجهما ، للوقوف على مدى انسجامهما ومصدر الاختلاف إن وجد .

وفى هذا الكتاب سوف نتبع مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل (المدخل الأول) حيث نبدأ أولاً بتحليل الظروف الاقتصادية ، نتبعه بتحليل ظروف الصناعة ، ثم تحليل ظروف المنشأة . كل ذلك بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ، التى تعد الأساس الذى على ضوئه يتخذ قرار شرائها أو بيعها . وقبل أن نشرع فى الخطوة الأولى وهى تحليل الظروف الاقتصادية ، هناك عدد من الاعتبارات التى ينبغى أن تؤخذ فى الحسبان . أولها أن التحليل فى ذاته ليس هدفاً ، بل نتائجه هى الهدف . وهذا يعنى أنه لا ينبغى أن يُسْتَغْرَقْ المحلل فى عملية التحليل دون أن يضع للمسألة نهاية .

أما الاعتبار الثانى فهو أنه لن يكون فى الامكان الخوض فى غمار تفاصيل الجوانب المختلفة لكل مستوى من مستويات التحليل آنفة الذكر . فالتحليل الاقتصادى الكامل مثلاً يتطلب تناول الاقتصاد الدولى ، والاتجاهات

السياسية ، والعوامل الديموغرافية ، .... وما شابه ذلك من العوامل التى تخرج عن نطاق اهتمام هذا الكتاب . بعبارة أخرى سوف يقتصر التحليل — فى كل مستوى — على أهم العوامل التى ترتبط ارتباطاً مباشراً بمستويات أسعار الأوراق المالية التى تتداول فى أسواق رأس المال . أما الاعتبار الثالث فهو أن التحليل الأساسى يحتاج إلى تدريب وخبره قد يتوافرا للمحلل المحترف ، بينما يندر أن يتاحا للمستثمر العادى . ومن ثم فإن عليه أى المستثمر أن يعتمد فى ذلك على وجهات نظر الآخرين ، التى قد تكون منشورة فى مصدر أو أكثر من مصادر المعلومات التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل السادس .

تحليل الظروف الاقتصادية :

يمثل التحليل الاقتصادى Economic Analysis الخطوة الأولى فى التحليل الأساسى ، وذلك وفقاً للمدخل الذى سيسير عليه هذا الكتاب . وفى البداية سوف نعرض لبعض المتغيرات الاقتصادية التى ينبغى أن يأخذها المحلل فى الحسبان لما لها من تأثير على أسواق رأس المال . نتبعها بتناول عددا من المؤشرات الاقتصادية التى يمكن أن تكون الأساس فى التنبؤ بحركة أسعار الأسهم . ونظراً لأن مؤشرات أسعار الأسهم — التى سبق تناولها فى الفصل السابع — هى انعكاس للظروف الاقتصادية المتوقع أن تسود فى المستقبل ، فسوف نحاول استخدامها لقياس علاوة أو بدل المخاطر للسوق ، وذلك فى محاولة للتنبؤ باتجاه حركة أسعار الأسهم بصفة عامة ، دون تمييز بين صناعة أو أخرى . وأخيراً نختم هذا القسم بالتعرض للكيفية التى يمكن بها تقييم مستوى أسعار الأسهم فى السوق ، وما إذا كانت أعلى أو أقل مما ينبغى .

أولاً — المتغيرات الاقتصادية الأساسية :

من المعترف به أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى الأسعار فى السوق (Chen et al, 1986) . وفى هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التى ينبغى أن تحظى باهتمام المحللين فى مقدمتها : السياسة المالية ، والسياسة النقدية للدولة . إضافة إلى تأثير المعلومات المتاحة عن التضخم ، وعن حجم الانتاج القومى .

١ ـــ السياسة المالية :

يقصد بالسياسة المالية Fiscal Policy وسائل تمويل الانفاق الحكومى ، وهو ما يعنى أن لتلك السياسة شقين هما : الايرادات والنفقات . ونظراً لأن الضرائب تعد قاسماً مشتركاً لموارد موازنات غالبية الدول ـــ وان اختلفت أهميتها النسبية من دولة إلى أخرى ـــ فسوف تكون محور الاهتمام ، لبيان كيفية تأثيرها على أسواق رأس المال .

إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت ، فإن هذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية ، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة . غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية التى تتمثل فى تقلص موارد موازنة الدولة ، مما قد يضطر الحكومة إلى الالتجاء إلى التمويل بالعجز Deficit Financing أى اصدار المزيد من أوراق البنكنوت ، وهو ما يتسبب عادة فى حدوث التضخم . وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الايجابى لتخفيض الضريبة والمتمثل فى زيادة أرباح المنشآت ، أكبر من التأثير السلبى المتمثل فى إنخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم .

وإذا ما تحقق هذا السيناريو تكون النتيجة المتوقعة إتجاه صعودى فى حركة أسعار الأسهم . أما إذا حدث العكس أى لم يتحقق السيناريو المذكور وكانت الآثار السلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثيرها الايجابى ، حينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط . وهنا يأتى دور التحليل الأساسى الذى يحاول من خلال استخدام أساليب التحليل الاقتصادى التنبؤ بالتأثير النهائى المحتمل لقرار تخفيض معدل الضريبة ، وإذا ما كان سيتجه بالأسعار إلى أعلى أو إلى أدنى مما هى عليه . وبالطبع يتوقع أن تأخذ الأمور اتجاهاً عكسياً ، لو أن الحكومة لجأت إلى رفع معدل الضريبة .

وإذا كان تخفيض معدل الضريبة يعد أداه لتشجيع الاستثمار فإنه ليس الأداة الوحيدة ، فهناك كذلك التشريعات الضريبية المباشرة لتشجيع الاستثمار والتى تتمثل فى الخصم الضريبى Investment Tax Credit الذى تستفيد منه بعض المنشآت . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من الاعفاءات : إعفاء تحصل عليه

المنشآت الجديدة التى تعمل فى مناطق جغرافية معينة أو المنشآت التى تنتمى لصناعة معينة ، وإعفاء تحصل عليه كافة المنشآت التى توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى انفاق استثمارى يترتب عليه زيادة فى طاقتها الانتاجية . وبالنسبة للنوع الأول فعادة ما يكون فى صورة إعفاء ضريبى كامل يمتد لعدد من السنوات . أما النوع الثانى من الاعفاء فيتمثل فى نسبة معينة من قيمة الانفاق الاستثمارى الجديد .

وقد يكون من الملائم فى هذا الصدد أغتنام فرصة تناول الاعفاءات الضريبية ، لالقاء المزيد من الضوء على الفرق الأساسى بين مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل وبين مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى ، اللذان سبقت الإشارة إليهما فى القسم الثانى من هذا الفصل . ففى ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل يكون اهتمام التحليل الاقتصادى بالاعفاءات الضريبية التى تعزى لطبيعة النشاط ، أى تلك التى تتعلق بصناعة أو صناعات معينة ، تمهيداً لاخضاعها لمزيد من التحليل فى المرحلة التالية أى مرحلة تحليل ظروف الصناعة[1] . أما الاعفاءات الضريبية التى تستفيد منها منشأة بعينها ، بسبب كونها تمارس النشاط فى منطقة جغرافية ما ، فلا تدخل — فى هذه المرحلة على الأقل — ضمن دائرة اهتمام هذا المدخل .

وعندما يصل هذا المدخل من التحليل إلى المستوى الأخير أى مستوى تحليل ظروف المنشآت الفردية ، فسوف يتركز فقط على المنشآت التى تنتمى إلى الصناعات التى كشف مستوى التحليل السابق — تحليل ظروف الصناعة — عن تميزها بسبب الاعفاء الضريبى الذى حصلت عليه أو لغيره من الأسباب . أما المنشآت التى استفادت من الاعفاء الضريبى بسبب ممارستها للنشاط فى منطقة جغرافية معينة ، فلن تدخل ضمن المنشآت التى يشملها التحليل إلا إذا كانت تنتمى لاحدى الصناعات التى تم تحديدها فى مرحلة تحليل ظروف الصناعة . وكما سبقت الاشارة — فى القسم الثانى من هذا الفصل — قد يترتب على اتباع هذا المدخل تخطى منشأة متميزة ، لا لشىء إلا لكون أن

(١) عندما نذكر مراحل التحليل ، على القارىء أن يدرك أن تحليل الظروف الاقتصادية يأتى أولاً يليه تحليل ظروف الصناعة ، ثم يأتى أخيراً تحليل ظروف المنشأة ، بما يتمشى مع المدخل المختار .

تحليل ظروف الصناعة لم يُصَنِّف الصناعة التى تنتمى إليها ضمن الصناعات الواعدة . أما فى ظل المدخل البديل أى مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى الذى يبدأ بالمنشآت الفردية الواعدة ، فلا مجال فى ظله لحدوث هذا التخطى .

أما بالنسبة للاعفاء الضريبى الذى تستفيد منه كافة المنشآت التى نفذت خططاً للتوسع ، فإنه إعفاء آلى وله صفة الاستمرار ، ولا يمثل حدثاً فريداً لمنشآت تنتمى لصناعة معينة . لذا فإن تحليل آثاره يقتضى إقتفاء أثر التوسعات فى كل منشأة على حده ، وهو ما يلائم مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى . أما فى ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل ، فإن دخول أى من تلك المنشآت فى دائرة الاهتمام مرهون بكونها تنتمى لصناعة واعدة .

والآن نعود مرة أخرى إلى السياسات المالية للدولة ، لنعرض للوجه الآخر لها ونعنى بذلك الانفاق الحكومى . إذا ما قررت الحكومة تخفيض الانفاق على مشروعات البنية الأساسية ، فإن هذا قد يحمل فى طياته إنخفاضاً فى ايرادات وأرباح بعض الصناعات مثل صناعة المقاولات ، وصناعات استخراج وتجهيز المواد الخام التى تستخدمها تلك المشروعات . ونظراً لأن ربحية المنشأة هى محدد أساسى للسعر الذى يباع به السهم فى السوق ، فإنه يصبح لزاماً على المحلل حصر الصناعات التى تأثرت منشآتها بقرار تخفيض الانفاق ، حتى يتسنى له التركيز عليها فى المرحلة التالية أى مرحلة تحليل ظروف الصناعة .

وهكذا يتضح أن التحليل الأساسى للظروف الاقتصادية لا يهدف إلى الوقوف على تأثير تلك الظروف على سعر السهم لمنشأة ما ، ولكنه يهدف فى المقام الأول إلى تحديد الصناعة أو الصناعات التى تتأثر بتلك الظروف ، تمهيداً لاخضاعها لمزيد من التحليل فى المرحلة التالية أى مرحلة تحليل ظروف الصناعة . كما نُذَكِّرُ القارىء كذلك بأن هدف التحليل الأساسى فى نهاية المطاف ، هو تقدير القيمة الحقيقية للسهم . فإذا ما كانت قيمته الفعلية أقل من قيمته الحقيقية حينئذ يكون من صالح المستثمر شرائه . أما إذا كانت قيمته السوقية أكبر من قيمته الحقيقية حينئذ قد يكون من الأفضل بيعه ، إذا ما كان ضمن مكونات محفظة الأوراق المالية للمستثمر .

٢ ــ السياسة النقدية :

يقصد بالسياسة النقدية Monetary Policy مدى السيطرة التى تمارسها الحكومة على المعروض من النقود Money Supply والذى يتمثل فى رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية ، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور . وفى هذا الصدد يؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسة النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال (Homa & Jaffee, 1971; Pesando, 1974; Pearce et al, 1985; Schwert, 1990 b; Fama, 1990) .

ففى دراسة لفريدمان وشوارتز (Friedman & Schwartz, 1963) كُشِفَ عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادى ، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن فى مستوى أداء الاقتصاد . وذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود ــ على فرض ثبات المطلوب منها ــ من شأنه أن يؤدى إلى إنخفاض أسعار الفائدة ، الأمر الذى يشجع على الاستثمار ، ويؤدى بالتبعية إلى زيادة الانتاج وإنخفاض نسبة البطالة ، التى عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات . ونظراً للتأثير الايجابى المحتمل لتلك الأحداث على أرباح منشآت الأعمال ، فإنه قد يمكن الادعاء بأن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال ، هو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود ;Schwert, معا Seigel, 1991, P. 27) 1990a, French, 1989. P. 236) .

ويتشكك كيران (Keran, 1971) فى المنطق الذى يقوم عليه التحليل السابق ، وذلك على أساس أنه إذا كان لزيادة المعروض من النقود تأثير إيجابى على أرباح المنشآت ، فإن لها أيضاً تأثير سلبى يتمثل فى احتمال حدوث تضخم (Bulmash & Trivoli, 1991; Geska & Roll, 1983) يؤدى فى النهاية إلى زيادة فى الحد الأدنى للعائد الذى يطلبه المستثمرين . وإذا ما تذكر القارىء ما عرض له القسم الأول من الفصل السادس ، والذى ذكرنا فيه أن القيمة السوقية للمنشأة ــ وبالتالى القيمة السوقية للسهم العادى الذى تصدره ــ تتحدد على ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة (صافى الربح بعد الضريبة مضافاً إليه

قيمة قسط الاهلاك) والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار ، فإنه يمكن القول بأن النتيجة النهائية لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على كل من هذين المتغيرين ، وربما يعد هذا بمثابة اتفاق مع نتائج دراسة ستامب وسكوت (Stampp & Scott, 1991, P. 40) التى أشارت إلى أنه فى الوقت الذى كشف فيه التحليل البيانى عن علاقة بين المعروض من النقود وبين أسعار الأسهم ، فإن التحليل الاحصائى المتعمق لم يدرك هذه العلاقة .

وهنا تبدو أهمية التحليل الأساسى . فلو أنه كشف عن أن التأثير الايجابى لزيادة المعروض من النقود على الربحية ــ وبالتالى على التدفقات النقدية ــ أكبر من تأثيرها السلبى على معدل العائد على الاستثمار والناجم عن التضخم ، حينئذ يتوقع أن يكون لزيادة عرض النقود تأثير إيجابى على مستوى أسعار الأسهم . والعكس يصبح صحيحاً إذا ما اتضح أن لزيادة المعروض من النقود تأثير أكبر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار[٢] . ليس هذا فقط ، بل أنه لو اتضح أن تأثير السياسة النقدية على التدفقات النقدية يعادل تأثيرها على معدل العائد المطلوب على الاستثمار ــ وهو أمر محتمل ــ لأمكن حينئذ الادعاء بعدم وجود علاقة بين السياسة النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم فى سوق رأس المال ، بمعنى أن أسعار الأسهم لا يتوقع أن يطرأ عليها أى تغيير من جراء السياسة النقدية المتبعة .

يحمل التحليل السابق فى طياته ادعاء بأنه طالما أن السياسة النقدية تؤثر على مستويات الأسعار فى السوق ، فإنها تعد مؤشراً يمكن الاعتماد عليه فى التنبؤ بتلك الأسعار . غير أن هذا الادعاء يواجه بتحد قوى مؤداه أن أسعار الأسهم فى السوق هى المؤشر للأوضاع الاقتصادية المستقبلة ، ومنها السياسة النقدية المحتمل اتباعها . بإختصار يقوم هذا التحدى على أساس أن السياسة النقدية ليست هى التى تؤثر على مستوى أسعار الأسهم ، بل أن مستوى أسعار الأسهم هو الذى يؤثر على قرار الحكومة بشأن السياسة النقدية . فعندما انخفضت أسعار الأسهم فى السوق الأمريكية فى نوفمبر من عام ١٩٩١ ، تعالت الأصوات بضرورة إحداث المزيد من التخفيض فى أسعار الفائدة (من

---

(٢) إذا كانت السياسة النقدية تقضى بالحد من عرض النقود ، فسوف يأخذ السيناريو صورة عكسية .

خلال زيادة المعروض من النقود) بهدف إحداث تخفيض فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى مستوى ينشط فى ظله الاستثمار ، وتعود أسعار الأسهم إلى مستواها الذى كانت عليه .

ودون حاجة إلى الاسترسال فى مناقشة مصدر التأثير ـــ وهو استرسال قد لا يكون هناك طائل من ورائه ـــ سوف نختصر الطريق بالتساؤل عن أيهما يسبق الآخر ؟ هل زيادة المعروض من النقود هى التى تسبق الارتفاع فى مستوى أسعار الأسهم ، أم أن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم هو الذى يسبق لجوء الحكومة إلى زيادة المعروض من النقود ؟ ولهذا التساؤل مغزاه . فإذا ما كان إرتفاع مستوى أسعار الأسهم هو الذى يسبق زيادة المعروض من النقود ، فسوف تخرج السياسة النقدية برمتها عن نطاق اهتمام المحللين الأساسيين . أما إذا كان العكس هو الصحيح بمعنى أن زيادة المعروض من النقود هى التى تسبق ارتفاع أسعار الأسهم فى السوق ، حينئذ يصبح من الضرورى للمحلل أن يولى السياسة النقدية اهتماماً خاصاً ، وذلك طالما أن هدف التحليل الأساسى هو التنبؤ بمستوى أسعار الأسهم .

يؤكد عدد من الدراسات (Zarnowitz & Boschan, 1975; Cooper, 1974; Rozeff, 1974, 1975) على أن التغير فى أسعار الأسهم هو الذى يسبق التغير المحتمل فى حجم المعروض من النقود . وتستمد نتائج هذه الدراسات قوتها من أنها تنسجم مع نتائج الدراسات العديدة التى عمدت إلى اختبار الصيغة متوسطة القوة Semi-Strong Form لفرض كفاءة السوق ، والتى تقضى بأن أسعار الأسهم لابد وأن تعكس المعلومات المتاحة للجمهور ومن بينها السياسة النقدية المتوقعة(٣) .

من ناحية أخرى فإن إدارة التجارة Department of Commerce الأمريكية تعتبر نسبة المعروض من النقود إلى نسبة نمو مخرجات النظام الاقتصادى من بين المؤشرات السابقة على الأحداث (Stampp & Scott, 1991, P. 35) بحيث يمكن اعتبارها أداة للتنبؤ بأسعار الأسهم . وذلك على أساس أنه عندما يكون النمو فى

(٣) لنا عودة لتناول صيغة الفرض متوسط القوة ، وذلك فى الفصل الرابع عشر من هذا الكتاب .

المعروض الحقيقى من النقود Real Money Supply أكبر من النمو فى الانتاج الصناعى ، فإن هذا يعنى مزيداً من السيولة الكلية ، والتى يتوقع أن تتدفق إلى أسواق رأس المال بما يؤدى إلى انخفاض فى أسعار الفائدة وارتفاع فى أسعار الأسهم . أما إذا حدث العكس وكان النمو فى الانتاج الصناعى أكبر من النمو فى المعروض من النقود ، فإن هذا من شأنه أن يسحب السيولة بعيداً عن أسواق رأس المال ، ويترك بالتالى أثراً عكسياً على أسعار الأسهم . وبالطبع ينبغى أن تأخذ وجهه النظر هذه بقدر من التحفظ على أساس أن زيادة المعروض من النقود قد تترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم ، وذلك بفعل التضخم على النحو الذى سبق أن أشار إليه كيران .

مثل هذا الجدل يعنى أن هناك ظلالاً من الشك حول العائد من وراء تحليل السياسة النقدية . ولكن هل هذه هى نهاية المطاف ؟ الاجابة بالنفى . ذلك أن ما ينطبق على الولايات المتحدة ربما لا ينطبق على دول أخرى تتسم أسواق رأس المال فيها بدرجة أقل من الكفاءة ، بما يعنى أن الأسعار فى تلك الأسواق قد لا تعكس بكفاءة المعلومات المتاحة عن السياسات النقدية المتوقعة . ليس هذا فقط بل أن ما لا ينطبق على الولايات المتحدة الآن ربما كان ينطبق عليها فى الماضى ، بل وربما ينطبق عليها فى فترة أخرى مستقبلة ، وهو ما أشارت إليه دراسة ستامب وسكوت (Stampp & Scott, 1991, P. 40) التى كشفت عن متغيرات جديدة أضعفت العلاقة المباشرة بين كمية المعروض من النقود وبين أسعار الأسهم . ومن بين تلك المتغيرات السماح للبنوك بدفع فوائد على الودائع الجارية ، مما جعل هناك مصبا وسيطاً تتراكم فيه النقود ــ لوقت قد يطول أو يقصر ــ قبل أن تذهب إلى أسواق رأس المال . كذلك هناك تشريع كيو Q Regulation الذى ألغى الحد الأقصى لمعدل الفائدة على ودائع التوفير والودائع لأجل ، والذى يمكن أيضاً أن يؤدى إلى إبطاء حركة المعروض الاضافى من النقود المتجه إلى أسواق رأس المال ، بل وقد يُمتصُ جانباً منه قبل أن يصب فى تلك الأسواق . هذه مسألة .

أما المسألة الثانية فهى أن دراسة بيرس وورلى (Pearce & Roley, 1983) قد أكدت على أن التغير فى أسعار الأسهم قد يكون تابعاً وذلك فى حالة حدوث تغير غير متوقع فى سياسة الحكومة فى شأن المعروض من النقود . ويضيف

فرنش (French, 1989, P. 236) أنه عندما يكون التغير غير المتوقع فى المعروض من النقود كبيراً ، فإن تأثيره يكون عكسياً على أسعار الأسهم . فالزيادة الكبيرة فى المعروض من النقود تحمل فى طياتها ارتفاع فى معدل التضخم ، ينجم عنه إرتفاع فى الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار ، الأمر الذى يترتب عليه إنخفاض القيمة التى يبدى المستثمر استعداده لأن يشترى بها السهم . ولعل فى هذا تأييداً للتشكيك الذى أبداه كيران Keran فى تعقيبه على وجهة نظر فرنش French فى شأن دراسة فريدمان وشوارتز Freidman & Schwartze التى سبقت الإشارة إليها فى الصفحات القليلة السابقة ، والذى تؤيده كذلك دراسة أكثر حداثة لبيرس وورلى (Pearce & Roley, 1985) .

بل ولقد أضاف بيرس وورلى (P. 52) سبباً آخر هو أن المتعاملين فى السوق قد يعتقدون فى أن الزيادة الكبيرة والمفاجئة فى المعروض من النقود ، سوف تواجه برد فعل من البنك المركزى ، لكبح جماح الآثار السلبية التى قد تنجم عن تلك الزيادة ، وذلك بأحداث انكماش مفاجىء من شأنه أن يؤدى إلى رفع سعر الفائدة فى المستقبل القريب . ولما كان لارتفاع أسعار الفائدة علاقة طردية مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، فإن هذا التوقع يعنى بطريقة غير مباشرة توقع انخفاض أسعار الأسهم . وفى ظل هذه التوقعات المتشائمة ، يكون من المتصور أن تزداد أوامر البيع بشكل يؤدى إلى هبوط الأسعار فى أسواق رأس المال .

٣ ــ معدل التضخم :

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأسهم . فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع فى معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم ، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (Pearce & Roley, 1985, P. 52) . أما السبب المباشر فيتمثل فى أن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل فى طياتها توقع المزيد من الزيادة فى ذلك المعدل ، وهو ما يعنى ارتفاع فى معدل العائد المطلوب وانخفاض فى القيمة السوقية للأسهم(٤) .

(٤) التأكيد هنا على المعلومات غير المتوقعة عن التضخم . أما المعلومات المتوقعة فلا تؤثر على الأسعار المستقبلة للأسهم ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الرابع عشر .

أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذى تتم فى ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة احلالها . ففى فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض فى القيمة الحقيقية لأرباح المنشأة ، وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية (Feldstein, 1980; Summers, 1981) . ذلك أن قيمة قسط الاهلاك ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه ، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبى ويؤدى إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية ، مما يعنى انتقال للثروة من الملاك إلى مصلحة الضرائب دون وجه حق (Rose, 1988; Pearce & Roley, 1988) . وما ينطبق على الأصول الثابتة ينطبق كذلك على المخزون فى ظل إتباع سياسة الوارد أولاً صادر أولاً (هندى ، ١٩٩١) (Van Horne, 1989, PP. 769-773; Hindy, 1991)



ويضيف بيرس ورولى (Pearce & Roley, 1988, P. 53) سبباً آخر غير مباشر . فقد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حده التضخم قد تدفع بالبنك المركزى للحد من عرض النقود ، مما يترتب عليه انخفاض فى التدفقات النقدية لمنشآت الأعمال وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية . وحتى إذا لم تتخذ أى خطوة تجاه المعروض من النقود ، بينما صحب التضخم زيادة فى طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية ، فإن هذا قد يكون من شأنه أن يؤدى إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية .

٤ ـــ حجم الانتاج القومى :



كذلك يشير بيرس ورولى (Pearce & Roley, 1985, P. 53) إلى أن تأثير التقارير عن حجم الانتاج القومى يمكن أن يكون لها أثر إيجابى ، كما يمكن أن يكون لها أثر سلبى على أسعار الأسهم . وهو ما ينبغى أن يوليه المحلل اهتماماً خاصاً لمعرفة الاتجاه المحتمل للتأثير . فالاعلان عن زيادة غير متوقعة فى النشاط الاقتصادى الحقيقى Real Economic Activity يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ، ويؤدى بالتالى إلى إرتفاع أسعارها . وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة فى الانتاج القومى قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل . يحدث هذا إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدى إلى زيادة النمو فى المعروض من النقود بشكل

يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم . وكما سبقت الاشارة يترتب على التضخم زيادة فى سعر الفائدة التى ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم فى السوق ، وذلك من جراء الزيادة المحتملة فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار .

ثانياً ــ المؤشرات الاقتصادية :

تمثل المؤشرات الاقتصادية Economic Indicators أدوات يستخدمها الاقتصاديين للوقوف على الحالة التى عليها إقتصاد الدولة . وتنقسم تلك المؤشرات إلى ثلاث مجموعات : مؤشرات تسبق الأحداث ، ومؤشرات تسير مع الأحداث ، ومؤشرات لاحقة على الأحداث . ويقصد بمجموعة المؤشرات التى تسبق الأحداث Leading Indicators تلك المؤشرات التى يكون التغير الذى يطرأ عليها سابقاً للتغير الذى يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة ، والتى يعكسها إجمالى الدخل القومى Gross National Income . ومن الأمثلة على هذا النوع من المؤشرات (French, 1989, P. 233; Stevenson & Jenning, 1976, PP. 140-141) مؤشر تصاريح البناء Index of New Building Permits على أساس أن تصاريح البناء المصدرة تعتبر مقدمة للانفاق على البناء والتشييد ، وما يصحبه من زيادة فى الطلب على العمالة .

ومن الأمثلة الأخرى على المؤشرات التى تسبق الأحداث عدد عقود أو أوامر شراء العدد والآلات ، وذلك سواء كانت تلك العدد والآلات مطلوبة للتوسع ، أو للاحلال لانتهاء العمر الافتراضى أو للاستفادة من تقدم تكنولوجى . والسبب فى اعتبار مشتروات العدد والآلات من بين المؤشرات التى تسبق الأحداث ، هو التأثير الذى تتركه على الاقتصاد القومى . فزيادة رصيد التجهيزات الرأسمالية Stock of Capital Goods الناجم عن التوسع يصحبه زيادة مستقبلة فى الانتاج ، مما يعنى مزيداً من الطلب على كل من العمال ورأس المال العامل ، وهو ما يترتب عليه تنشيط لحركة الاقتصاد القومى .

كذلك فإن ارتفاع كفاءة رصيد التجهيزات الرأسمالية نتيجة للاحلال بسبب انتهاء العمر الافتراضى ، قد يترتب عليه انخفاض فى التكاليف

والأسعار ، مما قد يؤدى إلى زيادة الطلب على السلع المنتجة ، وزيادة فى الطلب على كافة عوامل الانتاج بالتبعية . يضاف إلى ذلك أن إنخفاض متوسط العمر الانتاجى للتجهيزات الرأسمالية بسبب الاحلال لمواكبة التطور التكنولوجى ، يعنى مزيداً من الطلب على تلك التجهيزات ومزيداً من الطلب على عوامل الانتاج المستخدمة فى تصنيعها[٥] .

أما مجموعة المؤشرات التى تسير مع الأحداث Coincident Indicators ومجموعة المؤشرات اللاحقة للأحداث Lagging Indicators فيكفى أن نذكر بصددهما أن المجموعة الأولى يظهر عليها التغير فى نفس اللحظة التى يحدث فيها التغير على الحالة الاقتصادية العامة ، أما المجموعة الثانية فيظهر عليها التغير بعد ظهوره على الحالة الاقتصادية العامة . ويصور جدول ٨ ــ ١ قائمة بالمؤشرات الاقتصادية التى يصدرها المكتب القومى للبحوث الاقتصادية National Bureau of Economic Research (NBER) بالولايات المتحدة ، والتى تُنْشَر نتائجها على أساس شهرى (French, 1989, P. 233) .

هذا وقد توصل المكتب القومى للبحوث الاقتصادية إلى تصميم ثلاث مؤشرات مركبة هى : المؤشر السابق للأحداث ، والمؤشر المواكب للأحداث ، والمؤشر اللاحق للأحداث . وكل مؤشر من المؤشرات الثلاثة يمثل مزيج من المؤشرات الفرعية المقابلة ، والموضحة فى جدول ٨ ــ ١ . ويشير فرنش (P. 235) إلى أن المؤشر المركب الذى يسبق الأحداث يسبقها بالفعل بفترة تصل فى المتوسط إلى ستة أسابيع . ويصور شكل ٨ ــ ١ المستويات التى كانت عليها تلك المؤشرات الثلاثة خلال الفترة ١٩٥٠ ــ ١٩٨٧ (French, 1989, P. 234) حيث تبدو سمات السبق ، والمواكبة ، والتأخير واضحة إلى حد كبير . مع ملاحظة أن الأعمدة المظللة تمثل فترات الكساد . ومع هذا يود المؤلف أن يؤكد على أن قائمة المؤشرات الموضحة فى جدول ٨ ــ ١ تخص الولايات المتحدة الأمريكية ، أما ملائمتها أو عدم ملائمتها

(٥) انخفاض متوسط العمر الانتاجى للتجهيزات الرأسمالية ، يفيد اقتصاد الدول المنتجة لتلك التجهيزات . أما إذا كانت الدولة مستوردة لها فإن العائد من الاحلال يتوقف على ظروف أخرى كثيرة .

جدول ٨ ــ ١
قائمة المؤشرات الاقتصادية
التى يصدرها المكتب القومى الأمريكى للبحوث الاقتصادية

المؤشرات السابقة للاحداث

١ ـ مؤشر تأسيس منشآت جديدة

٢ ـ مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠

٣ ـ مؤشر تصاريح البناء

٤ ـ عقود شراء الآلات

٥ ـ الاوامر الجديدة للسلع الاستهلاكية

٦ ـ صافي التغير في المخزون

٧ ـ نسبة التغير فى مجموع الاصول السائلة

٨ ـ اداء البائعين

٩ ـ معدل الاستغناء عن العمالة فى الصناعة

١٠ ـ توازن العرض والطلب علي النقود

١١ ـ صافي التغير فى الاسعار سريعة التأثر ومن بينها أسعار المواد الخام

١٢ ـ متوسط أيام العمل فى الاسبوع لعمال الانتاج

المؤشرات المواكبة

١ ـ مؤشر الانتاج الصناعي

٢ ـ المبيعات الصناعية والتجارية

٣ ـ عدد العاملين علي كشوف المرتبات في الانشطة غير الزراعية

٤ ـ دخل الفرد مطروحا منه التحويلات للغير

المؤشرات اللاحقة

١ ـ المخزون الصناعى والتجاري

٢ ـ متوسط البقاء فى العمل

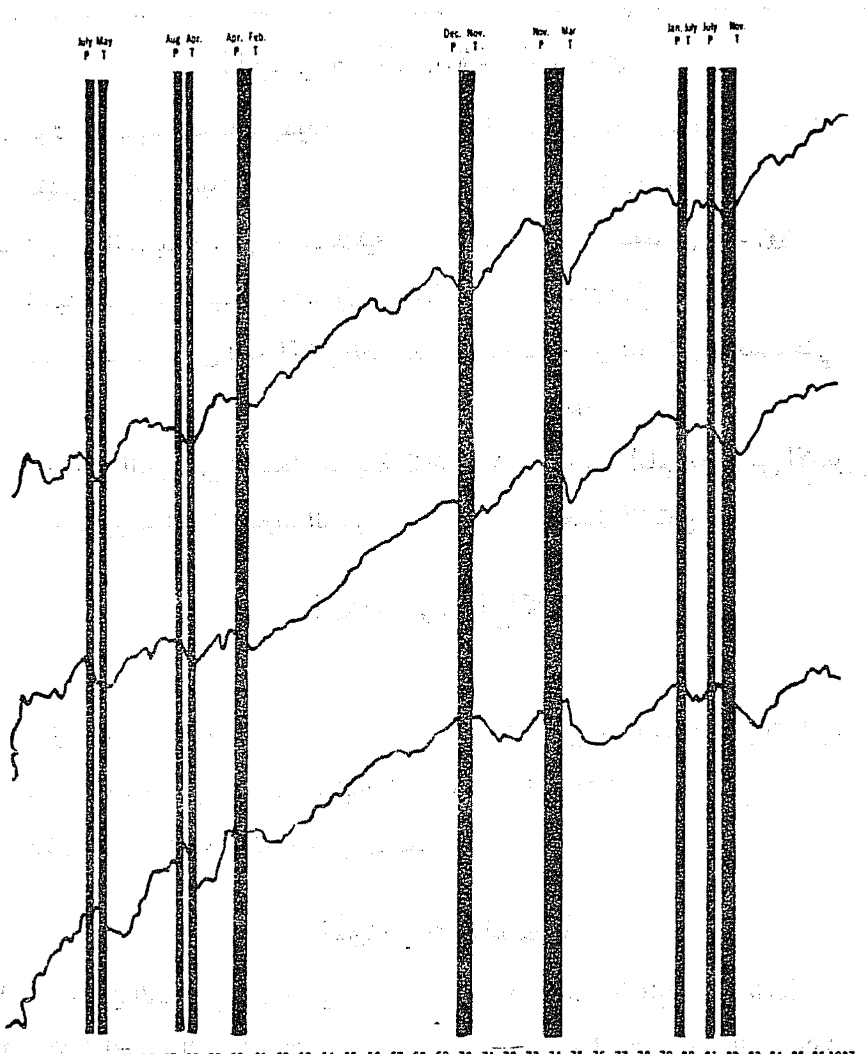
٣ ـ تكلفة العمالة للوحدة المنتجة

٤ ـ معدل التغير فى الحد الادنى للفائدة علي القروض

٥ ـ حجم القروض للتجارة والصناعة

٦ ـ نسبة متوسط اقساط القروض التي يحصل عليها الافراد الى متوسط دخولهم.

شكل ٨ ـــ ١
المؤشرات المركبة السابقة ، والمواكب واللاحقة للأحداث*
خلال الفترة ١٩٥٠ ـــ ١٩٨٧



* المنحنيات من أعلى إلى أسفل بالترتيب هى : المؤشر المركب السابق للأحداث ، فالمؤشر المواكب للأحداث ، وأخيراً المؤشر المركب اللاحق للأحداث .

للظروف المحلية لأى دولة فهو أمر يحدده الاقتصاديين ، ومن ثم يخرج عن نطاق اهتمام هذا الكتاب .

ولكن ما هو المغزى من اهتمام التحليل الأساسى بالمؤشرات الاقتصادية ؟ الاجابة تكمن فى الاعتقاد بأن الحالة الاقتصادية التى تكشف عنها تلك المؤشرات ، يتوقع أن يكون لها تأثير على أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال . ولكن أى مؤشرات ؟ المؤشرات اللاحقة أو حتى المواكبة لا تحظى باهتمام المحللين الأساسيين ، لأن ما تكشف عنه من أحداث قد ظهر للعيان وانعكس بالفعل على أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال . ولكن هل هذا يعنى أن المؤشرات التى تسبق الأحداث هى بيت القصيد فى التحليل الأساسى ؟ الاجابة بنعم . ولكن أى هذه المؤشرات بالتحديد ؟ الاجابة ليست سهلة أو يسيره . لماذا ؟ لأن تلك المجموعة من المؤشرات تتضمن مؤشر أسعار الأسهم إلى جانب مؤشرات اقتصادية أخرى .

وهنا يُطرح سؤالاً منطقياً ــ يثير جدل يماثل إلى حد كبير الجدل الذى سبقت إثارته عند التعرض للسياسة النقدية ــ وهو لماذا يلجأ المحلل إلى المؤشرات الاقتصادية الأخرى للاستدلال منها عن المستوى المتوقع لأسعار الأسهم ، فى الوقت الذى يوجد لديه أداة مباشرة هى مؤشر أسعار الأسهم ؟ فهذا المؤشر يسبق هو الآخر الأحداث ، ويعد مرآة للحالة الاقتصادية المتوقعة وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع ، وأيضاً فى أماكن متفرقة من هذا الفصل .

وحسبنا ألا نترك السؤال الأخير دون تعليق . حقاً أن مؤشر أسعار الأسهم يمثل انعكاساً لما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة ، شأنه فى ذلك شأن غيره من المؤشرات الاقتصادية السابقة للأحداث ، ولكن ما هى فترة السبق فى الحالتين ؟ يشير سبرينكل (Sprinkel, 1971, P. 138) إلى أن مؤشر أسعار الأسهم يكشف عن الحالة التى سيكون عليها الاقتصاد القومى بعد أربعة شهور ، غير أن هناك مؤشرات اقتصادية أخرى قد تسبق الأحداث بستة شهور أو بثمانية شهور . وفى هذا الصدد يوضح جدول ٨ ــ ٢ متوسط فترة

السبق لعدد من المؤشرات فى الولايات المتحدة الأمريكية (Stevenson & Jennings, 1976, P. 142) . مع ملاحظة أن المقصود بالذروة Peak هى أعلى نقطة بلغها الدخل القومى ، أما القاع Trough فيقصد بها أدنى نقطة انحدر إليها الدخل القومى ، وذلك على النحو الموضح فى شكل ٨ ــ ٢ ، الذى يعكس أيضاً مؤشراً لاحق للأحداث على أساس أن الأعمدة المظللة تعكس موجات كساد .

وفى دراسة أكثر حداثة كشف شويرت (Schwert, 1990 a) عن أن مؤشر أسعار الأسهم كان ــ فى بعض الأحيان ــ مؤشراً يسير مع الأحداث ، ذلك أنه كشف عن احتمال حدوث الكساد فى ذات التاريخ الذى حدث فيه الكساد بالفعل . بل ويضيف سيقل (Siegel, 1991, P. 29) بأننا لو اعتبرنا أن هبوط مؤشر الأسهم بمعدل ٨٪ بمثابة انذار بحدوث الكساد ، فإنه يمكن الادعاء بأن مؤشر السوق كان ــ فى بعض الأحيان ــ مؤشراً لاحقاً وليس مؤشراً سابقاً على حدوث الكساد ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل السابع .

جدول ٨ ــ ٢
متوسط فترات السبق لعدد من المؤشرات السابقة للأحداث

المؤشرات السابقة للاحداث	فترة السبق بالشهور	
	الــذروة	أدنى نقطة
مؤشر اسعار الاسهم	٤	٤
أوامر شراء عدد وآلات	٨	٢
تصاريح البناء	١٣	٥
ربحية المنشآت بعد الضريبة	٦	٢

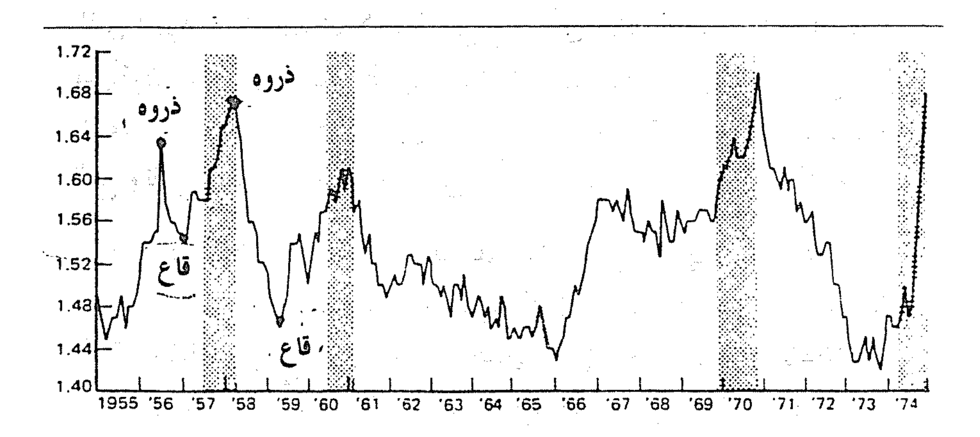
ماذا يعنى هذا فى نهاية المطاف ؟ يعنى أن بعض المؤشرات الأخرى قد تسبق الأحداث بفترة أطول من فترة السبق لمؤشر أسعار الأسهم ، ويزودنا التاريخ الحديث بدليل على ذلك . فلقد نشرت صحيفة وول ستريت كما أذاعت قناة شبكة الأخبار الأمريكية (Cable News Network (CNN خبراً فى بداية الأسبوع الأول من شهر نوفمبر من عام ١٩٩١ ، يفيد بإرتفاع معدل البطالة (معدل الاستغناء عن العمالة فى الصناعة ، وهو إحدى المؤشرات التى يتضمنها جدول ٨ ــ ١) بنسبة ١,٠٪ وأن أثره سيظهر على الحالة الاقتصادية العامة بعد ثمانية أو تسعة شهور . وذلك فى الوقت الذى لم يظهر فيه مؤشر دو جونز لأسعار الأسهم انخفاضاً يذكر إلا بعد منتصف شهر نوفمبر ، ثم عاد بعدها لتسجيل بعض التحسن .

ثالثاً ــ التنبؤ بحالة السوق باستخدام علاوة المخاطر :

التنبؤ بحالة السوق هو نوع من التحليل الاقتصادى الذى يهدف إلى الوقوف على إتجاه أسعار الأسهم فى المستقبل(٦) . ويقصد بعلاوة أو بدل

شكل ٨ ــ ٢

الذروة والقاع للمؤشرات



(٦) يقوم هذا التحليل على استخدام مؤشرات أسعار الأسهم ، التى هى الوجه الآخر للحالة الاقتصادية العامة المتوقعة .

المخاطر Risk Premium ذلك الجزء من العائد الذى يكفى للتعويض عن المخاطر الاضافية التى ينطوى عليها الاستثمار . وفى أسواق رأس المال يتوقع أن يكون معدل العائد على الاستثمار فى الأسهم أكبر من مثيله للسندات ، وذلك نتيجة للمخاطر الاضافية التى ينطوى عليها الاستثمار فى الأسهم . ويطلق على هذا الفرق بعلاوة أو بدل المخاطر للسوق . ولكن كيف يمكن قياس علاوة المخاطر ؟ وكيف يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بإتجاه أسعار الأسهم خلال فترة مقبله ؟

نبدأ الاجابة ببعض الحقائق عن أسواق رأس المال . عندما تكون أسعار الأسهم مرتفعة بشكل ملحوظ ، يكون معدل العائد على الاستثمار فيها منخفضاً ، وينخفض معه بدل المخاطر . وعندما يصل الارتفاع فى مستوى الأسعار إلى أقصاه يصل معدل العائد على الاستثمار إلى أدناه ، معلناً بذلك عن إحتمال قوى لاتجاه أسعار الأسهم نحو الانخفاض فى المستقبل القريب . والعكس يمكن أن نتوقعه لو أن مستوى أسعار الأسهم فى السوق قد وصل إلى أدناه . ولكن كيف يحدث ذلك ؟ دعنا نفترض أن سهم منشأة ما يباع فى السوق بسعر قدره ١٠٠ جنيه ، وأن المتعاملين فى السوق يعتقدون فى أن هذا السعر أعلى مما ينبغى Overvalued . فى ظل هذا الاعتقاد تتضاءل فرصة إرتفاع سعره . وحتى إذا ما حدث ذلك سيكون بقدر ضئيل ، مما يعنى أن المستثمر الذى اشتراه بمائة جنيه قد لا يحقق من ورائه أى عائد ، وحتى إذا تحقق عائداً فسيكون نسبته إلى سعر السهم صغيرة ، مما يعنى بالتبعية إنخفاض بدل المخاطر(٧) . وبادراك المتعاملين فى السوق لهذه الحقيقة يتوقع أن تزداد أوامر البيع وتقل أوامر الشراء ، معلنه عن بدأ إتجاه سعر السهم نحو الانخفاض .

أما إذا كان الاعتقاد السائد هو أن سعر السهم أقل مما ينبغى Undervalued . فإن فرصة إرتفاع سعره تكون كبيرة ، مما يعنى ارتفاع العائد المتوقع تحقيقه وارتفاع بدل المخاطر بالتبعية . وإذا ما ساد هذا الاعتقاد بين المتعاملين ـــ وهو الأمر الأكثر احتمالاً ـــ فإنه يصبح من المتوقع أن تزداد أوامر الشراء وتقل أوامر البيع ، معلنه عن بدأ إتجاه سعر السهم نحو الارتفاع .

---

(٧) يقصد بالعائد هنا الأرباح الرأسمالية المترتبة على إرتفاع القيمة السوقية للسهم .

ولكن كيف يمكن للمحلل أن يحدد ما إذا كانت أسعار الأسهم بصفة عامة فى طريقها نحو الارتفاع أو الانخفاض ؟ يمكنه ذلك إذا ما أمكنه تقدير علاوة أو بدل المخاطر للسوق ككل ، فلو أنها كانت فى إنخفاض وأن الانخفاض بلغ مداه ، حينئذ له أن يتوقع إنخفاض الأسعار ، والعكس صحيح . ولكن كيف يمكنه قياس تلك العلاوة ؟ يمكنه الاعتماد فى ذلك على أسلوب مبسط قدمه رنشو (Renshow, 1985) وأثبتت الممارسة كفاءته فى التنبؤ بإتجاه أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال (French, 1989, P. 237) .

يتمثل الأسلوب المذكور فى طرح متوسط معدل العائد على الاستثمار فى السندات طويلة الأجل عالية الجودة High-Grade Bonds من متوسط العائد على الاستثمار فى الأسهم المتداولة فى سوق رأس المال . ويتم ذلك بطرح معدل العائد لمؤشر ستاندرد آند بور للسندات مرتفعة الجودة ، من معدل العائد على مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ الذى سبق تناوله فى الفصل السابع . وقد استنتج رنشو Renshow من تطبيق ذلك الأسلوب أن علاوة المخاطر للسوق تبلغ فى المتوسط ٣٥,٪ . وأنه إذا ما وصلت نسبة العلاوة إلى مستوى أقل من ذلك ، حينئذ يصبح من المتوقع إتجاه أسعار الأسهم نحو الانخفاض Bear Market . أما إذا ارتفعت النسبة عن ٣٥,٪ فإنها تكون مقدمة لاتجاه أسعار الأسهم نحو الارتفاع Bull Market .

ولكن لماذا السندات عالية الجودة ؟ لأنها سندات لا تتعرض لمخاطر تذكر ، أى أن علاوة المخاطر لها تكاد تكون مساوية للصفر . وعليه إذا طرح متوسط معدل العائد المتولد عنها ، من متوسط معدل العائد على الأسهم فإن الناتج سوف يتمثل فى علاوة المخاطر المترتبة على الاستثمار فى الأسهم . ثم لماذا السندات طويلة الأجل ؟ تكمن الاجابة فى أن السند طويل الأجل يشبه السهم العادى من حيث أن كلاهما يمثل استثماراً طويل الأجل ، يتضمن العائد المتولد عنهما تعويضاً متساوياً عن مخاطر التضخم .

تقيم مستوى الأسعار فى السوق :

يهدف هذا النوع من التحليل الاقتصادى إلى الوقوف على ما إذا كانت الأسعار السائدة فى السوق أعلى أو أقل مما ينبغى . ونشير فى هذا الصدد إلى

ثلاثة مداخل لتقييم مستوى الأسعار هى : مدخل التنبؤ بالدورات التجارية قصيرة الأجل ، ومدخل التنبؤ بمعدل نمو إجمالى الدخل القومى فى المدى الطويل ، ثم مدخل التنبؤ بكل من معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل احتجاز الأرباح . وعلى الرغم من أهمية الاعتماد على المداخل الثلاثة إلا أننا آثرنا الاقتصار على المدخل الثالث ، وذلك نظراً لأن المدخلين الآخرين يقومان على تحليل متغيرات اقتصادية بحته تخرج عن نطاق اهتمام هذا الكتاب . إضافة إلى أن المدخل الأول يتأثر بالربحية الطارئة التى لا ينبغى أن تكون الأساس فى تقييم أسعار الأسهم ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل العاشر . هذا وينبغى أن يكون واضحاً فى ذهن المحلل أن استخدام أى من هذه المداخل ، لا يضمن الوصول إلى حكم موضوعى فى شأن مستوى الأسعار . لذا يصبح لزاماً عليه إستخدام المداخل الثلاثة ثم يقارن نتائجها . وبالطبع تزداد ثقته فى التحليل إذا ما كانت النتائج متقاربة ، ومتمشيه مع تقديره الشخصى للمستوى الذى ينبغى أن تكون عليه الأسعار .

والآن وبعد هذه المقدمة الوجيزة نعرض للمدخل الثالث الذى هو محل الاهتمام ، أى مدخل تقييم مستوى الأسعار فى السوق اعتماداً على التنبؤ بمعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل احتجاز الأرباح . يقوم المدخل المذكور على النماذج المستخدمة فى تقييم الأسهم العادية ، والتى عادة ما تعرض لها مؤلفات الادارة المالية (Brigham, 1989, PP. 218-221) . وفى هذا الصدد يوجد ثلاثة نماذج : نموذج يفترض عدم وجود نمو فى التوزيعات ، ونموذج يفترض وجود نمو ولكن بمعدل ثابت ، ثم نموذج يفترض وجود نمو بمعدلات غير عادية . وللتسهيل والتبسيط سوف نستخدم النموذج الثانى الذى يقوم على إفتراض نمو ثابت فى التوزيعات . وتوضح المعادلة ٨ — ١ كيفية تقييم سهم ما على أساس النموذج المذكور .

$$\text{س} = \frac{\text{ت}\,(\text{١} + \text{و})}{(\text{١} + \text{م})} + \frac{\text{ت}\,(\text{١} + \text{و})^{\text{٢}}}{(\text{١} + \text{م})^{\text{٢}}} + \ldots\ldots + \frac{\text{ت}\,(\text{١} + \text{و})^{\infty}}{(\text{١} + \text{م})^{\infty}} \qquad (\text{٨} - \text{١})$$

وباستخدام المبادىء الرياضية المتعارف عليها ، يمكن تبسيط المعادلة المذكورة إلى الصورة التى تظهر عليها فى المعادلة ٨ ــ ٢ ,Reilly, 1985) . PP. 282-296)

$$س = \frac{ت_١}{م - و} \qquad (٨ - ٢)$$

حيث ت تمثل نصيب السهم من التوزيعات التى أجريت فى السنة المالية الحالية ، و تمثل معدل نمو التوزيعات ، م تمثل معدل العائد الذى يطلبه حملة الأسهم . أما $ت_١$ فتمثل نصيب السهم من التوزيعات فى السنة القادمة ، وهى تساوى ــ فى ظل افتراض ثبات معدل النمو ــ القيمة ت (١ + و) .

ولتوضيح كيفية استخدام النموذج المذكور فى تقييم مستوى الأسعار فى السوق ، دعنا نفترض أن مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ قد سجل اليوم (٢٥ /١٢ /١٩٩٣) قيمة قدرها ١١٠ ، ولا ندرى ما إذا كانت تلك القيمة ــ التى تعد مقياساً لمستوى الأسعار فى السوق ــ أعلى أو أقل مما ينبغى . وللتيسير والتبسيط سوف نفترض أننا قمنا بدراسة لربحية المنشآت ، خرجنا منها بإعتقاد مؤداه أن الأرباح والتوزيعات لا تتأثر تأثراً غير عادى بالدورات التجارية . هذا يعنى ضمنياً إفتراض عدم توقع أرباح أو توزيعات غير عادية فى بعض السنوات ، وهو ما يتيح بالتالى إمكانية استخدام النموذج الموضح بالمعادلة ٨ ــ ٢ كأساس للحكم على القيمة التى سجلها المؤشر . ولكن ما هى الصورة التى ستظهر بها المعادلة ٨ ــ ٢ ؟ هذا ما توضحه المعادلة ٨ ــ ٣ (Radcliffe, 1982, P. 472) التى هى ذاتها المعادلة ٨ ــ ٢ .

$$\text{القيمة الحقيقية للمؤشر الآن} = \frac{ت (١ + و)}{م - و} \qquad (٨ - ٣)$$

القيمة الحقيقية للمؤشر الآن تمثل القيمة التى ينبغى أن يكون عليها المؤشر فى ٢٥ /١٢ /١٩٩٣ ، ت تمثل متوسط نصيب السهم من التوزيعات التى أجرتها الشركات الممثلة فى المؤشر خلال السنة المالية المنتهية فى ٣١ /١٢ /١٩٩٣ ، م تمثل معدل العائد على المؤشر . أما و فتمثل متوسط معدل نمو التوزيعات على الأسهم التى يتألف منها المؤشر .

تشير المعادلة ٨ ـــ ٣ إلى أن تقدير القيمة الحقيقية للمؤشر تعتمد على ثلاثة متغيرات هى : ت ، و ، م . وطالما أننا نستهدف الوقوف على قيمة المؤشر اليوم (٢٥ ديسمبر ١٩٩٣) فإن قيمة «ت » تكون معلومة على وجه اليقين إذ تمثل متوسط نصيب السهم ـــ داخل المؤشر ـــ من التوزيعات التى أجرتها الشركات الممثلة خلال السنة المالية المنتهية فى ٣١ /١٢ /١٩٩٣ ، ولنفترض أنها تبلغ ٨ جنيه . أما بالنسبة لقيمة « و » فيمكن تقديرها بمقتضى المعادلة ٨ ـــ ٤ (Radcliffe, 1982, P. 472) .

و = ع م × ح (٨ ـــ ٤)

حيث ع م تمثل متوسط معدل العائد على حقوق الملكية على أسهم المؤشر ، ح تمثل متوسط معدل احتجاز الأرباح فى الشركات الممثلة فى المؤشر[٨] .

وإذا ما افترضنا أنه يتوافر لدينا تقديرات لقيمة كل من ع م ، ح فى ظل إفتراضات ثلاثة بشأن الحالة الاقتصادية يوضحها جدول ٨ ـــ ٣ ، حينئذ يمكن ايجاد قيمة « و » التى سوف تساوى ٧٪ ، ٨,٢٥٪ ، ٩,٦٪ فى ظل الظروف الثلاثة على التوالى .

يتبقى بعد ذلك تقدير قيمة « م » التى تمثل متوسط معدل العائد على المؤشر ، والتى تعد مقياساً لمتوسط معدل العائد على محفظة السوق . ووفقاً لما ذكر فى الصفحات السابقة ـــ عند مناقشة علاوة المخاطر للاستثمار فى محفظة السوق ـــ فإن قيمة « م » يمكن أن تتحدد بالمعادلة ٨ ـــ ٥ .

م = ع س + علا (٨ ـــ ٥)

حيث ع س تمثل معدل العائد علي سندات طويلة الأجل مرتفعة الجودة ، علا تمثل علاوة المخاطر لمحفظة السوق التى يعكسها المؤشر .

والآن دعنا نفترض أن معدل العائد على السندات طويلة الأجل مرتفعة

---

(٨) تقيس هذه المعادلة أساساً معدل نمو ربحية السهم . وهذا يعنى أن استخدامها لقياس معدل نمو نصيب السهم من التوزيعات يقوم على افتراض أن نمو التوزيعات يعادل تماماً النمو فى ربحية السهم .

جدول ٨ ـــ ٣
معدل العائد على حقوق الملكية ، ومعدل احتجاز الأرباح*

	تشا	عا	تفا
معدل العائد علي حقوق الملكية	١٤٪	١٥٪	١٦٪
معدل إحتجاز الارباح	٥٠٪	٥٥٪	٦٠٪

* تشا = ظروف تشاؤمية ، عا = ظروف عادية ، تفا = ظروف متفائلة .

الجودة هو ١٠٪ فى ظل كافة الاحتمالات ، وأن علاوة المخاطر قد تم تقديرها فى ظل الظروف المتشائمة ، والعادية ، والمتفائلة حيث بلغت على التوالى ٧٪ ، ٦,٥٪ ، ٦٪ . على ضوء تلك المعلومات سوف تبلغ قيمة « م » ١٧٪ ، ١٦,٥٪ ، ١٦٪ فى ظل الظروف الثلاثة على التوالى[٩] ، تطبيقاً للمعادلة ٨ ـــ ٥ .

والآن توافرت لنا معلومات عن المتغيرات الثلاثة (ت ، م ، و) اللازمة لتقدير القيمة التى ينبغى أن يكون عليها المؤشر ، وذلك فى ظل كل ظرف من الظروف الثلاثة المشار إليها وهو ما يلخصه جدول ٨ ـــ ٤ ، الذى يظهر فى أسفله قيمة المؤشر فى كل ظرف على حده .

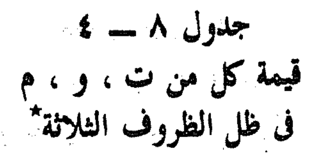
$$\text{قيمة المؤشر (تشا)} = \frac{٨ (١ + ,٠٧)}{١٧ - ,٠٧} = ٨٥,٧$$

$$\text{قيمة المؤشر (عا)} = \frac{٨ (١ + ,٠٨٢٥)}{,١٦٥ - ,٠٨٢٥} = ١٠٥$$

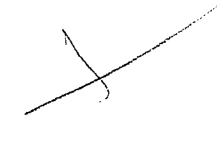
$$\text{قيمة المؤشر (تفا)} = \frac{٨ (١ + ,٠٩٦)}{,١٦ - ,٠٩٦} = ١٣٧$$

على ضوء هذه النتائج يمكن أن نستخلص أن قيمة مؤشر ستاندرد آند بور

(٩) علاوة المخاطر فى ظل الظروف المتشائمة هى الأعلى ، وهذا أمر منطقى .



جدول ٨ — ٤
قيمة كل من ت ، و ، م
فى ظل الظروف الثلاثة*



	تشا	عـا	تفا
ت	٨	٨	٨
و	٧٪	٨ر٢٥٪	٩ر٦٪
م	١٧٪	١٦ر٥٪	١٦٪

* قيمة ت بالجنيه .

فى شهر ديسمبر من عام ١٩٩٣ والتى تبلغ ١١٠ ، كانت أعلى من القيمة المتوقعة التى تمثلها قيمة المؤشر فى الظروف العادية (١٠٥) ، وأن كانت فى حدود المدى Range بين قيمة المؤشر فى ظل الظروف المتشائمة (٨٥,٧) وقيمته فى ظل الظروف المتفائلة (١٣٧) . وتعد هذه النتيجة بمثابة رسالة مؤداها أن مستويات أسعار الأسهم فى السوق أعلى مما ينبغى أن تكون عليه . وبالمناسبة فإنه فى ظل هذه الظروف عادة ما ينصح المستثمر بإعادة تشكيل محفظة أوراقه المالية ، أى بإعادة النظر فى توليفة الأسهم والسندات Bond-Stock Mix التى تتكون منها المحفظة ، وذلك بإجراء زيادة فى الاستثمار فى السندات على حساب الاستثمار فى الأسهم .

ويضيف رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 472) أنه يمكن تقييم مستوى أسعار الأسهم فى السوق بأسلوب بديل . يتم ذلك من خلال مقارنة معدل العائد المتوقع على الاستثمار فى محفظة السوق مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار فيها . ويدرك القارىء بالطبع أن العائد على محفظة الأسهم التى يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بور — شأنه فى ذلك شأن عائد المحفظة التى يقوم عليها مؤشر دو جونز — يعد مرادفاً لعائد محفظة السوق .

نعود مرة أخرى للأسلوب البديل لتقييم مستوى الأسعار فى السوق . والذى يقضى بمقارنة معدل العائد المتوقع مع معدل العائد المطلوب . بالنسبة

لمعدل العائد المطلوب (م) فقد سبق حسابه فى ظل الظروف الثلاثة حيث بلغ ١٧٪ ، ١٦,٥٪ ، ١٦٪ على التوالى . ولكن كيف يمكن حساب معدل العائد المتوقع ؟ يمكن حسابه على خطوتين : الخطوة الأولى وتتمثل فى إيجاد المعدل المتوقع للتوزيعات ، وذلك بقسم التوزيعات التى يتوقع إجراؤها فى عام ١٩٩٤ والممثلة فى بسط المعادلة ٨ ــ ٣ على قيمة المؤشر فى ديسمبر ١٩٩٣ . أما الخطوة الثانية فهى إضافة معدل النمو المتوقع وهى قيمة « و » التى سبق حسابها إلى المعدل المتوقع للتوزيعات ، لنصل فى نهاية المطاف إلى معدل العائد المتوقع . وهذا ما يوضحه جدول ٨ ــ ٥ ، الذى يكشف عن أن معدل العائد المتوقع كان أكبر من معدل العائد المطلوب فى ظل الظروف العادية التى تمثل القيمة المتوقعة . وهذا يعنى بطريقة غير مباشرة أن مستوى مؤشر ستاندرد آند بور ــ ومستوى أسعار الأسهم فى السوق بالتبعية ــ يعد أعلى مما ينبغى أن يكون عليه ، وهى نفس النتيجة التى سبق التوصل إليها .

وقبل أن نختتم هذا القسم سوف نحاول أن نقدم اجابات لبعض تساؤلات ، ربما وردت فى ذهن القارىء ، بشأن كيفية تقدير قيمة بعض المتغيرات اللازمة

جدول ٨ ــ ٥

العائد المتوقع والعائد المطلوب لمحفظة السوق

	تشا	عا	تفا
توزيعات السهم فى عام ١٩٩٣	٨(١ر٠٧)	٨(١ر٠٨٢٥)	٨(١ر٠٩٦)
÷			
قيمة المؤشر فى ديسمبر ١٩٩٢	١١٠	١١٠	١١٠
المعدل المتوقع للتوزيعات	٧ر٧٨٪	٧ر٨٧٪	٧ر٩٧٪
يضاف معدل النمو المتوقع	٧ر٠٠٪	٨ر٢٥٪	٩ر٦٠٪
العائد المتوقع على الاستثمار	١٤ر٧٨	١٦ر١٢	١٧ر٥٧٪
يطرح معدل العائد المطلوب	١٧ر٠٪	١٦ر٥٠٪	١٦ر٠٠٪
العائد الاضافي المتوقع	- ٢ر٢٢	- ٠ر٣٨	١ر٥٧

لتطبيق المعادلة ٨ ــ ٣ . فى مقدمة تلك المتغيرات علاوة المخاطر ، وقد سبق لنا أن عرضنا لكيفية تقديرها عند تناول التنبؤ بحالة السوق بإستخدام علاوة المخاطر . غير أن ما نريد أن نضيفه فى هذا الصدد هو أن على مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية فى عالمنا العربى توفير البيانات والمعلومات اللازمة لحساب تلك العلاوة ، خاصة وأنه أمر يحتاج إلى جهد متواصل ، نظراً للتغير المستمر فى قيمة تلك العلاوة عبر الزمن . ففى الولايات المتحدة مثلاً بلغت علاوة المخاطر نسبة بلغت ٦٪ خلال الفترة ١٩٢٦ ــ ١٩٨١ (Ibboston & Sinquefield, 1979) . أما فى خلال الفترة ١٩٧٥ ــ ١٩٨١ فقد تراوحت ما بين ٢,٥٪ ، ٣,٥٪ (Reilly, 1985, P. 371) .

وبالاضافة إلى علاوة المخاطر هناك معدل العائد على حقوق الملكية ثم معدل احتجاز الأرباح للسوق ككل . وهذان المتغيران يمكن تقديرهما بناء على البيانات التاريخية المتاحة عنهما . وفى الولايات المتحدة يعتمد فى ذلك على المعلومات التى تتيحها مؤشرات الأسعار . فمثلاً يمكن أن يستخدم معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل إحتجاز الأرباح للشركات الممثلة فى مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، كمقياس لقيمة هذين المتغيرين فى محفظة السوق ككل . وهذا يعنى مرة أخرى حاجة أسواقنا العربية إلى مثل هذه المؤشرات لاستخدامها فى إجراء التحليل الأساسى الذى يهم المستثمرين . غير أن ما ينبغى أن ننبه إليه هو تجنب الاعتماد الكلى على البيانات التاريخية عند تقدير قيمة تلك المتغيرات ، فالتاريخ لا يعيد نفسه بالضرورة . وهذا بدوره يلقى مسئولية على المحلل ، الذى يصبح لزاماً عليها التعرف على أى متغيرات مستجدة يمكن أن تؤثر على قيمة معدل العائد على حقوق الملكية أو معدل احتجاز الأرباح ، وأخذها فى الحسبان جنباً إلى جنب مع البيانات التاريخية .

الخلاصة :

بينما ينصرف التحليل الأساسى إلى المستقبل ، ينصرف التحليل الفنى إلى الماضى . وهناك مداخل مختلفة لمعالجة التحليل الأساسى . وقد اخترنا أن نسير فى هذا الكتاب على مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل ، ليس لأنه الأفضل ، ولكن بغية توضيح الكيفية التى يمكن أن يسير عليها التحليل ، والتى لن تختلف

جوهرياً إذا ما تم التحليل على أساس المداخل البديلة . يضاف إلى ذلك سبب آخر هو عدم وجود مساحة كافية تسمح بتناول المداخل الأخرى . ووفقاً للمدخل المختار بدأ التحليل الأساسى بتناول الظروف الاقتصادية .

وهناك أدوات عديدة لتحليل الظروف الاقتصادية وتبيان أثرها على الصناعات المختلفة ، ثم على المنشآت التى تنتمى لكل صناعة . ومن بين تلك الأدوات تحليل المتغيرات الاقتصادية ـــ ومن بينها السياسات المالية والسياسات النقدية ـــ وتتبع المؤشرات الاقتصادية ، وإستخدام علاوة المخاطر للسوق للتنبؤ بإتجاه أسعار الأسهم فى المستقبل ، وتقييم مستوى الأسعار فى السوق . وتحتاج تلك الأدوات إلى بيانات ومعلومات عديدة توفرها مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية ، وهو ما يجعلنا نطرح تلك القضية على القائمين على أسواق رأس المال فى عالمنا العربى . فمالم يوجه جانب من اهتمام تلك المراكز لتوفير متطلبات أسواق رأس المال للمعلومات ، فإن التعامل فى تلك الأسواق لن يخرج عن كونه نوع من المضاربة الغوغائية ، أى المضاربة التى لا تقوم على أى أساس .

الفصل التاسع
التحليل الأساسي : تحليل ظروف الصناعة

خلص الفصل الثامن إلى أن للظروف الاقتصادية تأثير على أسعار الأسهم ، وهذا التأثير قد ينصرف إلى كافة الصناعات ، كما قد ينصرف إلى صناعة أو صناعات معينة بعينها . وسواء كان نطاق التأثير شاملاً أو قاصراً على صناعات معينة ، فإن مداه يختلف من صناعة إلى أخرى . فمن غير المتوقع مثلاً أن تتأثر كافة الصناعات بنفس الدرجة من جراء نقص تواجهه الدولة فى وارداتها من مادة خام معينة ، أو من جراء رفع أسعار الفائدة بمقتضى تعديل فى السياسة النقدية ، أو من قرار حكومى بزيادة الانفاق بهدف تحسين مستوى أداء الاقتصاد القومى . لذا يصبح من الضرورى تحليل ظروف كل صناعة لقياس مدى إحتمال تأثرها بالأوضاع الاقتصادية التى يتوقع أن تسود فى المستقبل ، وكذا مدى تأثرها بظروفها الخاصة . وقبل أن نشرع فى ذلك سوف نعرض أولاً لأهمية تحليل ظروف الصناعة وذلك فى القسم الأول ، ثم ننطلق بعد ذلك لتناول الاطار الأساسى لهذا التحليل وذلك فى القسم الثانى .

أهمية تحليل ظروف الصناعة :

يمكن أن يكون لتحليل ظروف الصناعة ثماره لو أن أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين عبر الزمن ، فى الوقت الذى يتسم فيه أداء الصناعة الواحدة بالاستقرار ، ويتسم أداء المنشآت داخل كل صناعة بالتماثل . وبالنسبة للسمة الأولى كشف عدد من الدراسات عن أن أداء بعض الصناعات يتميز عن أداء صناعات أخرى (Nerlove, 1968; Reilly & Drzycimski, 1974; Brigham & Pappas, 1969; Sorensen & Burke, 1986) . ففى دراسة لاتان وتيوتل (Latane & Tuttel, 1968) التى استهدف الوقوف على التغيير فى عائد ٥٩ صناعة فى الولايات المتحدة فى عام ١٩٦٧ مقارنة بما كان عليه ذلك العائد فى عام ١٩٥٠ ، اتضح تبايناً كبيراً من صناعة إلى أخرى . فلقد عانت بعض الصناعات من إنخفاض العائد عما كان عليه فى عام ١٩٥٠ ، بينما تضاعف عائد صناعات أخرى حيث وصل فى بعض الحالات إلى ٤٠ ضعف مستواه

السابق . ليس هذا فقط بل أن التباين بين الصناعات المختلفة ظل على ما هو عليه ، ولم يتغير عبر الزمن .

نخرج من ذلك باستنتاج مبدئى مؤداه وجود ثمار للتحليل الأساسى لظروف الصناعة . فأداء الصناعات المختلفة متباين ، ومن ثم فإن معرفة الصناعات التى تتميز بمستوى عائد مرتفع ، يعنى إمكانية تركيز الاهتمام فى المرحلة التالية من التحليل ـــ تحليل ظروف المنشأة ـــ على المنشآت التابعة لتلك الصناعات دون غيرها .

أما عن استقرار أداء الصناعة الواحدة عبر الزمن ، فلم تؤكده الدراسات الميدانية . ففى إحدى الدراسات تم ترتيب الصناعات حسب مستوى الربحية وذلك فى فترتين زمنيتين مختلفتين ، وبحساب معامل الارتباط بين الترتيب فى الفترتين اتضح أنه قريب ـــ فى جميع الأحوال ـــ من الصفر (Latan & Tuttle, 1968) بما يعنى عدم استقرار أداء الصناعة الواحدة عبر الزمن . وهى نفس النتائج التى توصلت إليها دراسات أخرى لاحقة (Reilly, 1985, P. 394; Tysseland, 1971) مؤكدة على أن الماضى لا يمكن أن يكون مؤشراً للمستقبل ، وأن الصناعات التى تحقق ربحية مرتفعة فى فترة معينة ليس من الضرورى أن تحقق نفس المستوى من الربحية فى الفترة التالية .

يتبقى بعد ذلك إختبار مدى تماثل أداء المنشآت داخل الصناعة الواحدة ، أو بعبارة أخرى إختبار مدى تماثل ربحية المنشأة مع متوسط ربحية الصناعة . فلو أن ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة متماثلة حينئذ لن تكون هناك حاجة إلى المرحلة التالية من التحليل ، أى تحليل ظروف المنشأة . إذ يكفى أن نحدد الصناعة التى يتوقع لها الازدهار والنمو ، ثم نختار عشوائياً المنشآت التى يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية .

من الوجهة النظرية يتوقع أن تتبع المنشآت التى تنتج سلعاً أو خدمات متماثلة سياسات متماثلة فى شأن المستوى التكنولوجى ، ونسبة العمالة إلى التركيبات الرأسمالية ، والتسعير ، والاعلان ، والترويج ، والانفاق على البحوث والتطوير ، وغير ذلك من السياسات الرئيسية . هذا التماثل من شأنه

أن يؤدى إلى تعظيم ربحية منشآت الصناعة الواحدة (Sherman & Tollision, 1972) كما أن من شأنه أن يؤدى إلى تقارب العائد والمخاطر لتلك المنشآت (Francis, 1986, P. 485) . وهو ما أكدته دراسة نيرلف (Nerlove, 1968) التى كشفت عن تماثل فى ربحية المنشآت التى تنتمى إلى صناعة واحدة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة بريجهام وبباس (Brigham & Pappes, 1968) كما يتسق مع دراسة مايرز (Myers, 1974) التى كشفت عن وجود ارتباط بين عائد المنشآت التى تنتمى لنفس الصناعة . أما دراسة تشينى (Cheney, 1970) فقد أسفرت عن نتائج متضاربة ، إذ وجد تماثل فى عائد المنشآت فى بعض الصناعات ، بينما لم يجد هذا التماثل فى صناعات أخرى ، أو أنه وجده ولكن بدرجة أقل .

أما فرنش (French, 1989, P. 238) وريلى (Reilly, 1985, P. 395) فقد أشارا إلى أن المنشآت التى تنتمى لصناعة تتمتع بدرجة عالية من النمو وعائد مرتفع ، عادة ما يكون أداؤها هى الأخرى متميز . على أن درجة التميز تختلف من منشأة إلى أخرى داخل نفس الصناعة ، وذلك بسبب الظروف الخاصة بكل منشأة . وتعد هذه النتائج بمثابة تأييد لنتائج دراسة كل من كنج (King, 1966) ومايرز (Myers, 1973) وليفنجستون (Livingston, 1977) التى كشفت عن أن لظروف الصناعة وظروف المنشأة ذاتها تأثير على ربحيتها ، وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية بالتبعية .

والآن وبعد أن استعرضنا نتائج عدد من الدراسات السابقة ، هل يمكن لنا القول بأن لتحليل ظروف الصناعة أهمية ؟ من الثابت وجود تباين بين عائد الصناعات المختلفة . غير أن عدد من الباحثين يميل إلى الاعتقاد فى أنه طالما أن أداء الصناعة غير مستقر عبر الزمن ، وأنه طالما لا يوجد تأكيد على أن عائد كافة المنشآت داخل الصناعة الواحدة متماثل (وهو ما يعنى عدم تماثل عائد المنشأة الفردية مع متوسط عائد الصناعة) فإن تحليل ظروف الصناعة يصبح لا جدوى من ورائه ، وأن التركيز ينبغى أن يتجه مباشرة إلى تحليل ظروف المنشآت الفردية .

ويرد ريلى (Reilly, 1985, P. 397) على هذا الإدعاء بالقول بأنه إذا ما أسفر

تحليل ظروف الصناعة عن أن عائد بعض المنشات المكونة للصناعة يختلف عن متوسط عائد الصناعة ، فإن هذا لا يعنى عدم جدوى تحليل ظروف الصناعة ، بل يعنى أن التحليل على مستوى المنشأة ــ المرحلة التالية من التحليل ــ ينبغى أن يقتصر فقط على تلك المنشآت التى أظهرت تبايناً فى العائد . وحتى لو كان عائد كافة المنشآت ــ وليس بعضها ــ متبايناً ، فإن تحليل ظروف الصناعة ــ فى ظل الحقيقة الثابتة عن وجود تباين بين عائد الصناعات المختلفة ــ من شأنه أن يقلل الجهد المطلوب عند الانتقال إلى مرحلة تحليل ظروف المنشأة . فبينما يسهل معرفة أفضل منشأة داخل صناعة كشف التحليل عن أنها متميزة ــ حتى لو كان عائد المنشآت المكونة لها متبايناً ــ فإنه من الصعوبة بمكان معرفة أفضل منشأة فى صناعة يتسم أداؤها بالانخفاض ، أو فى صناعة لم يتم تحليلها ولا نعرف عنها شيئاً بالمرة .

بعبارة أكثر تحديداً أنه بصرف النظر عن التباين الملحوظ فى عائد المنشآت المكونة للصناعة الواحدة ، فإن التحليل الجيد لظروف الصناعة يزيد من إحتمال إختيار منشأة جيدة ، يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية . ذلك أن أداء أسوأ منشأة فى صناعة واعدة ، يحتمل أن يكون أفضل من أداء معظم المنشآت فى صناعة متردية . وهذا يعنى أنه فى ظل تحليل جيد لظروف الصناعة ، قد لا يكون هناك داعى ــ فى المرحلة التالية من التحليل ــ إلى بذل أى جهد لتحليل ظروف المنشآت المكونة للصناعات غير الواعدة . بل ويؤكد سورنسن وبيورك (Sorensen & Burke, 1988, P. 43) على أن تحليل الصناعة الذى يكشف عن الصناعات المتميزة ، يمكن أن يكون أداه لتكوين محفظة أوراق مالية تحقق عائداً متميزاً للمستثمر ، دون أن تعرضه لمخاطر اضافية

إنصراف الاهتمام حتى الآن إلى أهمية تحليل ظروف الصناعة من وجهة نظر العائد ، وذلك على الرغم من أن العائد ليس هو المتغير الوحيد الذى يؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة . فكما سبقت الاشارة فى القسم الأول من الفصل السادس تعد المخاطر هى الأخرى متغيراً لا يمكن تجاهله . وفى هذا الصدد تشير إحدى الدراسات (Reilly & Drzycimsi, 1974) إلى أن المخاطر

المنتظمة Systematic Risk أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر العامة تختلف بإختلاف طبيعة الصناعة[1] ، وهو ما أكدته دراسة لاحقة (Fabozzi & Francis, 1979) أثبتت أن مخاطر الصناعة لا تتعرض لتقلبات كبيرة عبر الزمن ، وهو ما ينسجم مع نتائج دراسات أخرى سابقة (Blum, 1971; Levy, 1971; Reilly & Dryzycimski, 1974) . ولا تقتصر سمة استقرار المخاطر على الصناعة ككل ، ذلك أن عديداً من الدراسات قد كشفت أيضاً عن ثبات المخاطر المنتظمة للمنشأة عبر الزمن .

مثل هذه النتائج تحمل فى طياتها أخباراً بعضها سار وبعضها ليس كذلك . فمن الأخبار السارة أنه يمكن للمحلل أن يعتبر نتائج قياس المخاطر فى صناعة ما أو منشأة ما عن فترة سابقة ، معبرة عن مستوى مخاطر تلك الصناعة أو المنشأة فى أى لحظة فى المستقبل ، وذلك طالما أن المخاطر تتسم بالاستقرار . أما الأخبار غير السارة فهى أنه طالما أن المخاطر تختلف من صناعة إلى أخرى ، فإنه لا يمكن للمحلل أن يركز اهتمامه فقط على تحليل العائد ، بل عليه أيضاً أن يأخذ المخاطر فى الحسبان .

الاطار الأساسى لتحليل ظروف الصناعة :

قدم رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 484) وفرنش (French, 1989, P. 239) إطارين مختلفين يمكن اتباعهما لتحليل ظروف الصناعة . غير أن كلا الاطارين منفردين أو مجتمعين يعانيان من نوع من القصور ، الأمر الذى حدا بالمؤلف إلى تقديم إطار مقترح يمكن أن يكون أساساً يعتمد عليه فى تحليل ظروف الصناعة . وتتمثل نقطة البداية فى هذا الاطار المقترح فى تعريف وتصنيف الصناعة ، ثم تجميع البيانات والمعلومات المتاحة عنها . يلى ذلك تحديد الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التى ينبغى أن يركز عليها التحليل . ثم يأتى بعد ذلك أدوات تحليل ظروف الصناعة والتى تتضمن تحليل دورة حياة الصناعة ، وتحليل الطلب على منتجات الصناعة ، والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة .

---

(١) للمزيد عن المخاطر المنتظمة يمكن الرجوع فى ذلك إلى كتاب الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر ، للمؤلف .

أولاً ــ تعريف وتصنيف الصناعة :

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ينبغى أولاً تعريف الصناعة ذاتها ، وأيضاً تحديد موقعها ــ أى تصنيفها ــ بالنسبة لباق الصناعات . وبالنسبة لتعريف الصناعة عادة ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذى تقدمه ، ثم مصدر المنافسة التى تواجهها . وفى ظل تنويع خطوط الانتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذى تقدمه عملية صعبه إلى حد كبير . فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعاً لا تنتجها منشآت أخرى فى ذات الصناعة ، كما قد توجد منشآت تنتمى لصناعات أخرى ولكنها تنتج سلعاً منافسة لما تنتجه الصناعة .

ولكى يعالج المحلل مثل هذه المشكلات ، يصبح لزاماً عليه أن يحدد مفهوماً للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذى يرمى إليه . فلو أنه بصدد التنبؤ بمبيعات صناعة أطقم أطباق الصينى ، فقد يصبح لزاماً عليه أن يأخذ فى الحسبان مبيعات صناعات منافسة مثل صناعة أطقم أطباق البلاستيك الفاخر . بعبارة أخرى عليه أن يعتبر ــ لغرض التحليل ــ المنشآت المنتجة لأطقم الصينى والمنشآت المنتجة لأطقم البلاستيك الفاخر على أنها ضمن صناعة واحدة . أما إذا كان هدف التحليل هو مقارنة تكاليف الانتاج داخل صناعة أطقم الصينى ، حينئذ عليه أن لا يشغل باله بشركات صناعة أطقم البلاستيك ، وأن ينصرف ذهنه كلية إلى تكاليف الانتاج فى صناعة أطقم الصيني وحدها .

ولا يقتصر دور المحلل فى هذه المرحلة على تعريف الصناعة ، بل ينبغى أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية . وفى هذا الصدد يمكن تصنيف الصناعات إلى صناعات متنامية ، وصناعات مرتبطة بالدورات ، وصناعات دفاعية ، ثم صناعات متنامية ومرتبطة أيضاً بالدورات ، وأخيراً صناعات متدهورة ، (Huany & Randall, 1987, P. 191; Fischer & Jordan, 1987, P. 184) .

١ ــ الصناعات المتنامية :

يقصد بالصناعات المتنامية Growth Industries هى تلك الصناعات التى

تتميز بالنمو بالمضطرد وبمعدل يفوق معدل نمو الاقتصاد القومى ككل . وعادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية . ففى أوائل القرن العشرين كانت الصناعات المتنامية فى الولايات المتحدة هى صناعة السيارات وصناعة الطائرات . وفى الأربعينات والخمسينات والستينات كانت الصناعات المتنامية تلك التى ترتبط بالتصوير ، والتلفاز الملون ، والحاسوب ، والأدوية ، والمعدات والأدوات اللازمة لتجهيز المكاتب ، ومعدات وأدوات الاتصال المعقدة . ومن الأمثلة على الصناعات المتنامية فى السبعينات والثمانينات الصناعات التى تتعامل فى العدسات اللاصقة اللينة Soft Contact Lenses والهندسة الوراثية Genetic Engineering وتصميم أنظمة المعلومات .

٢ ـــ الصناعات المرتبطة بالدورات :

يقصد بالصناعات المرتبطة بالدورات Cyclical Industries تلك الصناعات التى تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد . فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد ، وتنخفض مع موجات الكساد . ومن الأمثلة على ذلك صناعات السلع المعمرة ، مثل الثلاجات وأجهزة التلفاز والغسالات الأوتوماتيكية . ويعزى تذبذب مبيعات تلك الصناعات على هذا النحو إلى أن المستهلك يمكنه ـــ خلال فترات الكساد ـــ تأجيل قرار شراء تلك السلع إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية ، وتتحسن حالته المالية بالتبعية . أما فى حالة الرواج فقد يعمد المستهلك إلى شراء وحدات إضافية منها ، أو احلال ما عنده بوحدات أكثر حداثه .

٣ ـــ الصناعات الدفاعية :

أما الصناعات الدفاعية Defensive Industries فيقصد بها الصناعات التى تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد ، غير أنها تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذى قد يصيب الاقتصاد . ومن الأمثلة على هذه الصناعات تلك التى تنتج الأطعمة ، والكساء ، والدواء . وإذا ما كان للقارىء اهتمامات خاصة بنظرية محفظة الأوراق المالية Portfolio Theory فسوف يسارع بالقول بأن تضمين أسهم تلك الصناعات فى محفظة المستثمر ، من شأنه أن يقلل من درجة تذبذب

العائد المتوقع أن يتولد عنها ، ذلك أن معامل بيتا للأسهم من هذا النوع لابد وأنه أقل من الواحد الصحيح .

٤ ــ الصناعات المتنامية والمرتبطة أيضاً بالدورات :

ويقصد بهذا النوع من الصناعات تلك التى تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات Cyclical - Growth Industries ، وهو تصنيف استحدثته بيوت السمسرة ، وبعض صحف ومجلات المال والأعمال . ومن الأمثلة على تلك الصناعات : صناعة خطوط الطيران Airline Industries . ففى الظروف العادية يسير نمو تلك الصناعة بنفس معدل نمو الاقتصاد فى الدولة ، وفى الظروف غير العادية يتفوق معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد القومى وهو ما يحدث فى حالة ظهور أنواع مستحدثة من الطائرات ، تسهم فى تخفيض تكلفة السفر أو تحقيق راحة أكبر للمسافر أو الميزتين معاً . وهو نفس ما حدث عند ظهور طائره بوينج ٧٤٧ Boeing 747 ، ودى سى ١٠ DC 10 .

٥ ــ الصناعات المتدهورة :

ويقصد بالصناعات المتدهورة Declining Industries تلك الصناعات الآخذه فى الأفول ، أو تلك التى تنمو بمعدل أقل من معدل نمو الاقتصاد القومى . ومن أمثلتها صناعة الأوانى النحاسية ، وصناعة الثلاجات غير الكهربائية ، ومواقد الكيروسين .

وقد لا يقتصر المحلل على هذا التصنيف ، بل قد يقوم بإجراء تصنيف آخر للصناعة حسب مدى تدخل الحكومة فى شؤونها ، وهو ما قد يناسب المناخ فى العالم العربى . فمثلاً يمكن تقسيم الصناعات إلى صناعات مملوكة للحكومة ، وصناعات مملوكة للقطاع الخاص . وبالنسبة للصناعات المملوكة للحكومة يمكن أن تصنيفها إلى صناعات مملوكة ملكية كاملة ، وأخرى مملوكة ملكية جزئية . كما يمكنه تصنيف الصناعة من حيث القيود التى تفرضها الحكومة (مثل القيود على دخول منشآت جديدة ، أو القيود على استيراد سلع منافسة ، أو قيود التسعير ... وما شابه ذلك) إلى صناعة تخضع لقيود حكومية ، وأخرى لا تخضع لتلك القيود .

ثانياً ـــ تجميع البيانات والمعلومات عن الصناعة :

بعد تعريف وتصنيف الصناعة ، تأتى الخطوة الثانية وهى تجميع البيانات والمعلومات المتاحة عن الصناعة . وفى الولايات المتحدة توجد العديد من المصادر التى يمكن أن يلجأ إليها المحلل للحصول على المعلومات . فبالنسبة للمطبوعات الحكومية هناك مثلاً مكتب التجارة المحلية Bureau of Domestic Commerce التابع لادارة التجارة Department of Commerce والذى يصدر ما يسمى بمستقبل الصناعة Industry Outlook حيث يغطى ما يزيد عن ١٠٠ صناعة ، يزود المستثمر من خلالها بالمعلومات عن الاتجاهات الحالية لكل صناعة ، إضافة إلى التنبؤ بما ستكون عليه الصناعة فى فترة زمنية مستقبلة تتراوح بين ٥ ، ١٠ سنوات . وهناك كذلك تقرير دورى تعده لجنة التجارة الفيدرالية Federal Trade Commission بالاشتراك مع لجنة الأوراق المالية والبورصة ، والذى يتضمن بيانات عن كل صناعة من حيث المبيعات ربع السنوية ، وصافى ربح العمليات ، وصافى الربح ، وهامش الربح . كذلك توجد نشرة الاحتياطى الفيدرالى Federal Reserve Bulletin التى تتضمن بيانات ومعلومات مفيدة عن كل صناعة .

ومن الأمثلة الأخرى على مصادر بيانات ومعلومات الصناعة مطبوعات مستشارى الاستثمار . فمثلاً تصدر مؤسسة ستاندرد آند بور الكتاب المختصر Handbook ومسح الصناعة Industry Survey اللذان يزودان المستثمر ببيانات مفيدة . ففيها تجد بيانات تاريخية عن بعض الصناعات فى الثلاثين سنة الماضية مثل حجم المبيعات ، وصافى ربح العمليات ، وهامش الربح ، وربحية السهم ، ونصيب السهم من التوزيعات ، والأرقام القياسية لسعر السهم ، ونسبة السعر إلى ربحية السهم أو ما يطلق عليه بمضاعف الربحية ... هذا إلى جانب مقارنة بيانية بين مؤشر ستاندرد آند بور للصناعة المعنية ، وبين مؤشر ستاندرد آند بور ٤٠٠ والذى يعد مؤشراً عاماً لكافة الصناعات .

كما يتضمن مسح الصناعة كذلك تحليلاً تشخيصياً للعائد على حقوق الملكية ، بناء على المعادلة ٩ ـــ ١ التى تكشف عن مدى مساهمة كل من

هامش الربح (الشق الأول من الطرف الأيسر) ، ومعدل دوران حقوق الملكية (الشق الثانى من الطرف الأيسر) . ويمكن أن يستخدم هذا التحليل بالطبع فى مقارنة الصناعات بعضها ببعض . كل هذا إلى جانب مصادر أخرى للبيانات والمعلومات عن الصناعات المختلفة ، سبق تناولها فى الفصل السادس .

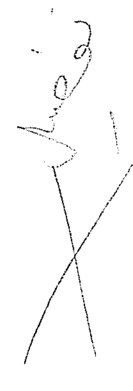
$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافى الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{حقوق المبيعات}} \qquad (٩ - ١)$$

ثالثاً ــ الجوانب أو الاعتبارات الأساسية فى تحليل ظروف الصناعة :

يمكن أن ننظر إلى تعريف الصناعة وتجميع المعلومات عنها على أنها المدخل لتحليل ظروف الصناعة ، أو على أنها تجميعاً لبيانات ومعلومات منشورة عن الصناعات المختلفة . وحتى تصنيف الصناعة وفقاً لعلاقتها بالدورات التجارية ، يمكن أن نجدها منشورة فى مطبوعات حكومية أو مطبوعات مستشارى خدمات الاستثمار ، أو غيرها من المطبوعات . ينطبق هذا بالطبع على الدول التى بها أسواق رأسمال قوية ، وربما لا ينطبق على معظم دول العالم العربى التى بها أسواق لرأس المال . وفى الحالة الأخيرة ــ حالة الدول العربية ــ يقع على عاتق المحلل مسئولية تعريف وتصنيف الصناعة ، بل ويقع على عاتقه أيضاً مسئولية المساهمة فى بناء قاعدة من البيانات والمعلومات عن أسواق رأس المال .

وعلى أى حال سواء كانت المرحلة السابقة مدخلاً للتحليل أو مجرد تجميع لبيانات ومعلومات عن الصناعة ، فإن تحليل ظروف الصناعة ينبغى أن ينصرف إلى تحديد السمات المميزة لكل صناعة ، وذلك من خلال : التحليل التاريخى للمبيعات والأرباح ، وتحليل حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة ، وظروف المنافسة ، وطبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة ، ومدى تأثير الحكومة على مستقبل الصناعة ، والتحولات الاجتماعية التى يحتمل أن تؤثر على

الصناعة ، وأخيراً تحليل العلاقة بين سعر السهم والربحية المتوقعة . وهى متغيرات سنعرض لها بشيء من التفصيل فى الصفحات التالية .



١ ــ التحليل التاريخى للمبيعات والأرباح :

لعل أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح Past Sales and Earnings . فمثلاً التغير فى معدل نمو المبيعات بين الماضى والحاضر يساعد المحلل فى تحديد المرحلة الحالية والمستقبلة فى دورة حياة الصناعة . كما يساعد التحليل التاريخى لهذين المتغيرين فى الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار ، ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد . فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة الصناعة فى الحالتين فليس هناك ما يبرر افتراض قدرتها على ذلك فى المستقبل . ويضيف رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 489) أن لمدى الاستقرار فى نمو مبيعات الصناعة عبر الزمن أهمية خاصة . فكلما زادت درجة التقلب فى معدل النمو ، كلما كان ذلك يعنى زيادة حجم مخاطر الاستثمار فى تلك الصناعة .

غير أن على المحلل أن يدرك كذلك أن النمو السريع للمبيعات لا يضمن تحقيق ربحية عالية ، ما لم تتوافر رقابة جيدة على التكاليف . ويقترح هيونج ورندال (Huange & Randall, 1987, P. 195) أن يتركز التحليل على المجالات الآتية : (١) التكاليف وخاصة تكاليف العمالة ، وتكاليف المواد الخام ، والتكاليف الصناعية ، والتكاليف الادارية (٢) انتاجية العامل ومعدل الزيادة فى تكلفة العمالة للوحدة أو الساعة (٣) معدل الزيادة فى أسعار المنتجات (٤) معدل دوران الأصول الذى يكشف عن قدرة الأصول على توليد المبيعات . ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 188) كذلك ضرورة تحليل هيكل التكاليف ، للوقوف على نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة فى الصناعة . وذلك على أساس أن انخفاض التكاليف الثابتة يعنى انخفاض حجم مبيعات التعادل ، مما يعنى فرصة أفضل لتحقيق الأرباح خلال فترات الكساد .

هذا ويتوافر للمحلل عدد من النسب المالية التى يستخدمها لقياس الربحية ، فهناك هامش مجمل الربح ، وهامش ربح العمليات ، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، ومعدل العائد على الرفع المالى أو المتاجرة بالملكية ، إضافة إلى معدل العائد على الاستثمار . ولكل نسبة من تلك النسب استخداماتها ، التى عادةً ما تتناولها مؤلفات الادارة المالية .

٢ ـــ حجم الطلب وحجم العرض :

من الجوانب الهامة التى ينبغى أن يعنى بها التحليل الأساسى هو دراسة الطلب والعرض Supply and Demand لمنتجات الصناعة . فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة فى تزايد أو فى هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير . وأيضاً ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أى زيادة محتملة فى الطلب . وإذا ما كانت الطاقة غير كافية ، ينبغى على المحلل أن يتعرف على امكانيات الصناعة فى تمويل التوسع . وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة فى الطلب ، فإن هذا يعد نذيراً بدخول منتجين جدد ، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة فى العرض واحتدام المنافسة بين منشآت الصناعة ، مما قد يترك أثراً عكسياً على الربحية وعلى أسعار الأسهم بالتبعية .

٣ ـــ ظروف المنافسة :

للوقوف على ظروف المنافسة Competitive Conditions فى المستقبل ، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول منشآت جديدة أم لا . وفى هذا الصدد يشير بين (Bain, 1968, P. 255) إلى ثلاثة موانع رئيسية هى : تميز منتجات الصناعة ، ومزايا مطلقه فى التكاليف ، ومزايا الحجم الكبير . ويقصد بتميز المنتج Product - Differentiation أن المشترين لهم تفضيلاتهم الخاصة فيما يتعلق بمنتجات المنشآت المكونة للصناعة . بمعنى أن جمهور العملاء لكل منشأة متمسك بنوعية المنتج الذى تقدمه . وفى مثل هذه

الظروف يكون من الصعب على القادم الجديد New Entrant الذى يرغب فى اقتحام الصناعة أن يبيع المنتج ـــ الذى ينبغى أن يكون متميزاً هو الآخر ـــ بسعر يغطى التكاليف التى عادة ما تكون مرتفعة فى السنوات الأولى . هذا فى الوقت الذى ينبغى عليه فيه أن ينفق مبالغ هائلة للاعلان والترويج فى محاولة لتحقيق قدر من القبول للمنتج الذى يقدمه .

أما المزايا المطلقة فى التكاليف Absolute - Cost Advantages فيقصد بها قدرة كل منشأة فى الصناعة على الانتاج والتوزيع عند أى مستوى ، وبأقل تكلفة بالمقارنة مع أى منشأة جديدة يمكن أن تفكر فى الدخول . وهذه المزايا قد تنشأ عن براءة اختراع تمتلكها منشآت الصناعة ، أو ملكية لمصادر المواد الخام ، أو سهولة فى الحصول على الموارد المالية ، أو قدرة أفضل على التفاوض مع مصادر توريد الخامات والمعدات . ففى ظل هذه المزايا وغيرها يمكن للمنشآت القائمة تحقيق هامش ربح أكبر مما تستطيعه أى منشأة جديدة ، بل وقد يكون هامش الربح لتلك المنشأة الجديدة ضئيلاً إلى الحد الذى لا تقوى معه على مواجهة منافسة سعرية تشنها المنشآت الأخرى .

وبالنسبة لتأثير اقتصاديات الحجم Economies of Scale فتنطبق فقط على الصناعات التى لا يمكنها ان تحقق عائداً ملائماً إلا فى ظل حجم كبير من الانتاج . ومن الأمثلة على ذلك صناعة السيارات ، وصناعة الحديد والصلب . ففى هذه الصناعات ينبغى أن يكون القادم الجديد قادراً على إنتزاع جزء من حصص المنشآت القائمة ، يكفى لتشغيل المعدات والآلات عند المستوى الذى يضمن تغطية التكاليف وتحقيق عائد ملائم . ولعل هذا يفسر ضآلة عدد المنشآت فى مثل هذه الصناعات ، إذ من الصعب على القادم الجديد أن يهيء الظروف التى تسمح له بالبقاء والاستمرار .

ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 190) أن الموانع الثلاثة المشار إليها لا تحد فقط من دخول منشآت جديدة إلى الصناعة ، بل قد

تحد أيضاً من إمكانية ظهور صناعات منافسة ، خاصة لو كان المانع هو خاصية تميز المنتج التى سبقت الإشارة إليها .

٤ ــ طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة :

لا يختلف القارىء معنا فى الاعتقاد بأن طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة Permanance تعد من بين أهم الجوانب التى ينبغى أن يعنى بها تحليل ظروف الصناعة . وفى هذا الصدد يشير ستيفنسن وجننقز (Stevenson & Jennings, 1976, P. 153) إلى ضرورة تحليل العلاقة بين حجم الطلب على المنتج ونصيب المنتج من متوسط دخل الفرد . ذلك أن الصناعات التى تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومى Per Capita . ومن الأمثلة على ذلك الحاسوب الذى إقتحم العديد من بيوتنا وفى طريقه لاقتحام بيوت أخرى . والثلاجات ، وأفران البوتاجاز ، وأجهزة التلفاز والفيديو التى دخلت الريف ولا تزال تدخل بيوتاً جديدة ، وحتى البيوت التى تمتلك تلك الأدوات نجد بعضها يعمد إلى استبدال القديم منها بالحديث .

ولا ينبغى أن يقتصر التحليل على نصيب المنتج ــ الذى تقدمه الصناعة ــ من نصيب الفرد من الدخل القومى ، بل ينبغى أن يمتد أيضا لمعرفة العلاقة بين التغير فى الطلب على المنتج والتغير فى دخول المستهلكين لذلك المنتج ، وهو ما يطلق عليه بمرونة Elasticity الطلب . فالطلب المرن Elastic هو ذلك الذى يرتفع أو ينخفض بمعدل أكبر من معدل الارتفاع أو الانخفاض فى دخل الفرد ، أما الطلب غير المرن Inelastic فهو ذلك الذى لا يرتفع أو ينخفض بنفس درجة الارتفاع أو الانخفاض فى الدخل . ومن الأمثلة على النوع الأول فى مصر المشروبات الغازية وأدوات الترفيه ، يقابلها الأدوية والمنظفات كمثال على النوع الثانى . ويمكن للمحل أيضا أن يمتد بتحليل المنتج إلى محاولة التعرف على ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الانتاج الكبير أم لا . فمثلاً لو لم يوجد سوق كبير Mass Market لمنتجات صناعة أجهزة الطباعة أو التصوير Copiers لما

أمكن لتلك الصناعة انتاج أجهزة على مستوى عالى من الكفاءة وبأسعار منافسة .

كذلك تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجى ، وما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة Labor Intensive أو تعتمد أكثر على العدد والآلات Capital Intensive . ولكن ما أهمية ذلك ؟ فى الصناعات التى تعتمد أكثر على الآلات يكون حجم مبيعات التعادل Break Even Point لها مرتفعاً ، مما يجعل للدورات التجارية تأثيراً أكبر على درجة تذبذب عائد المنشآت المكونة للصناعة . هذا فضلاً عن التأثير السلبى الكبير على ربحية المنشأة فى حالة الاضطرابات العمالية ، وذلك بسبب ضخامة الأعباء الثابتة . هذا لا يعنى بالطبع أن الصناعات التى تعتمد أكثر على العمالة فى مأمن من آثار تلك الدورات والاضطرابات ، فهى تتأثر بها ولكن بدرجة أقل .

ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 189) ضرورة أن يهتم التحليل بمدى قدرة الصناعة على ملاحقة التطور التكنولوجى للمحافظة على قدرتها فى مواجهة منافسة أجنبية ، أو فى مواجهة صناعة منافسة محلية . ومن الأمثلة على الصناعات دائمة التطور صناعة الحاسوب ، وصناعة جهاز تنظيم ضربات القلب Peace Maker ، وصناعة جهاز الصدمات الكهربائية للوقاية من توقف القلب Pulse Generator والذى يطلق عليه Automatic Implantable Cardioverter Defibrillator (AICD) الذى يدخل عليه تحسن كل سنتين أو ربما أقل . يقابلها صناعات لم تستطيع الوقوف بصرامة فى مواجهة منافسة صناعات أخرى ، مثل صناعة الزبد الطبيعى التى انتزعت منها صناعة الزبد النباتى Margarine حصة كبيرة من السوق .

٥ ــ تأثير الحكومة :

يقصد بتأثير الحكومة فى هذا الصدد أمرين هما : مدى التدخل فى شئون الصناعة ، وقدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مثمرة تسهم فى النهوض

بالصناعة . ومن المتوقع بالطبع أن تتفاوت الصناعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة Government Intervention ، وهو أمر لابد للمستثمر أن تكون لديه فكرة عنه . ومن الأمثلة على الصناعات التي تتعرض لدرجة عالية من التدخل الحكومى صناعة البنوك وصناعة الخدمات العامة ، وصناعة النقل . فصناعة البنوك تخضع للتشريعات الحكومية فى شأن معدلات الفائدة على الودائع وعلى القروض ، وفى شأن الحد الأقصى لقيمة القرض ونسبة الاحتياطى الالزامى وغير ذلك . كذلك تتدخل الحكومة فى تحديد تسعيرة الخدمات فى صناعة الخدمات العامة من مياه وكهرباء وتليفون .

وفى صناعة النقل الجوى تتدخل الحكومة لتحديد تعريفة الركوب ، والخطوط التى تخدمها كل شركة ، ونوع الخدمة التى تقدمها وما إذا كانت نقل ركاب أو بضائع أو هما معاً . وفى صناعة السيارات تتدخل الحكومة لتحديد درجة الأمان الذى ينبغى أن يتوافر فى السيارة ومستوى التلوث الذى ينشيء عن تشغيلها وهو ما يعنى تكبد الصناعة مزيداً من التكاليف . وفى صناعة السجائر والمياه الغازية الخالية من السكر تلتزم الصناعة بالاعلان على الغلاف بإحتمال تعرض المستهلك لاضرار صحية من جراء استخدام ذلك المنتج ، وهو ما قد يعنى فى النهاية وضع العقبات أمام نمو الصناعة .

وإذا كان هذا يمثل التأثير السلبى للتدخل الحكومى ، فإن هناك تدخل له صفة الايجابية . فقد تتدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبى لتشجيع الاستثمار ، على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثامن . كما قد يأخذ التدخل صورة فرض رسوم جمركية لتحقيق الحماية للصناعات المحلية .

ولا ينبغى أن يقتصر المحلل على دور الحكومة فى الداخل ، بل عليه أيضاً أن يهتم بتحليل قدرة الحكومة على تهيئة مناخ من الثقة والتعاون مع غيرها من الحكومات . فالعلاقة القوية التى تربط بين دولة ما وغيرها من الدول لها تأثير على حجم السوق الأجنبى المتاح أمام صناعات تلك الدولة . بل وأن تحسن

العلاقات بين مجموعة من الدول قد يؤثر على حجم السوق المتاح لصناعات دولة أخرى خارج تلك المجموعة . فمثلاً من المؤكد أن يكون لبروز أوروبا الموحدة تأثير على القدرة التصديرية للصناعة الأمريكية إلى دول المجموعة الأوروبية ، بل وإلى الدول الأخرى التى تمكنت الصناعة الأوروبية من غزو أسواقها . كما أن من المؤكد أن يكون لوحدة ألمانيا تأثير على صادرات الجمهوريات التى كانت تشكل ما كان يسمى بالاتحاد السوفيتى ، والتى كان يذهب جزء منها للشطر الشرقى أى ألمانيا الشرقية التى أصبحت جزءاً من ألمانيا الموحدة . بل ومن المتوقع أن تكون لرحلة الرئيس الأمريكى جورج بوش إلى دول جنوب شرق آسيا ـــ والتى قام بها فى بداية عام ١٩٩٢ تأثير فى معدل نمو صادرات الصناعة الأمريكية .

٦ ـــ التحولات الاجتماعية :

من بين مظاهر التحول الاجتماعى Social Change الذى يوليه المحلل عنايته ، التغيرات التى من شأنها أن تؤثر على نمط استهلاك أفراد المجتمع . فمثلاً يتوقع أن يكون لبرامج تنظيم الأسرة تأثير على درجة نمو صناعة لعب الأطفال . كما أن لعامل السرعة الذى يميز الحياة العصرية تأثيره السلبى على صناعة منسوجات الصوف الخالص أو منسوجات القطن الخالص . بل وأصبح لزاماً على تلك الصناعات إدخال الألياف الصناعية لتسهيل انسيابية الملابس بعد غسلها ، فى محاولة لزيادة جاذبيتها للمستهلكين . هذه التغيرات فى أنماط الاستهلاك لا تسود فجأة ، بل تبدأ ببطء ثم ما تلبث أن تنتشر . ومعنى هذا أنه ينبغى على المحلل اكتشاف التحولات الاجتماعية فى بداية ظهورها ، ومحاولة الوقوف على تأثيرها المحتمل على الصناعات المختلفة .

٧ ـــ العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح :

ماذا لو أن كافة الاعتبارات التى سبق مناقشتها ابتداءً من تحليل المبيعات والأرباح إلى التحولات الاجتماعية كانت لصالح صناعة ما ، هل يعنى هذا قيام

المستثمر بتوجيه جزء من مخصصات محفظة أوراقه المالية إلى الاستثمار فى أسهم منشآت تلك الصناعة ؟ الاجابة قطعاً بالنفى . ذلك أن عليه معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة . فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره التنبؤات بشأن الأرباح المستقبلة للمنشأة ، فإن قرار الاستثمار فى ذلك السهم يكون خاطئاً . والعكس بالطبع إذا كان سعر السهم أقل من المستوى الذى ينبغى أن يكون عليه ، وذلك فى ضوء الأرباح المتوقع تحقيقها . ويحذر فيشر وجوردان (FIscher & Jordan, 1987, P. 191) المستثمر من مغبة الاندفاع وراء الصناعات الجديدة ، أو الصناعات القديمة التى أدخلت تكنولوجيا حديثة . ذلك أن أسعار أسهم مثل تلك الصناعات قد تكون مرتفعة بأكثر مما ينبغى ، نتيجة لردود أفعال لا تساندها حقائق ، أى نتيجة ردود أفعال سيكولوجية للمتعاملين فى السوق Market Psychology وهو ما سوف يشار إليه فى الصفحات التالية عند تناول دورة حياة الصناعة .

رابعاً ــ أدوات تحليل ظروف الصناعة :

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعاً ، تحليل دورة حياة الصناعة ، والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة ، والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة .

١ ــ دور حياة الصناعة :

يقصد بدورة حياة الصناعة Industry - Life Cycle دورة حياة المنتج الرئيسى الذى تقدمه الصناعة Product Life Cycle . وتعد هذه واحدة من أدوات التحليل التى تأخذ فى الحسبان العديد من الاعتبارات الأساسية فى تحليل الصناعة ، والتى سبقت الاشارة إليها . هذا ولا تختلف دورة حياة الصناعة عن دورة حياة الانسان . فدورة حياة الانسان تمر بأربع مراحل أساسية هى : الطفولة ، والمراهقة ، والنضوج ، ثم الهرم يقابلها فى الصناعة أربعة مراحل مماثلة هى : الظهور ، والنمو السريع ، والنضوج ، ثم الأفول أو الاستمرار وهو

ما يوضحه شكل ٩ ـــ ١ (Stevenson & Jennings, 1976, P. 150) . وبالطبع يستهدف المحلل من دورة حياة الصناعة تحديد المرحلة التى تنتمى لها كل صناعة . ولكن لماذا ؟ هذا ما سنتعرف عليه بعد عرض المراحل الأربعة المشار إليها .

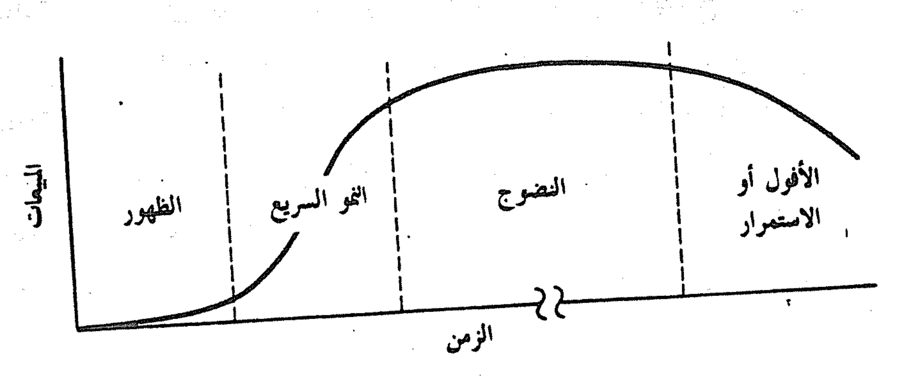
أ ــ مرحلة الظهور :

يقصد بمرحلة الظهور Infancy or Introduction ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة . وفى هذه المرحلة تكون المبيعات عند حدها الأدنى إما بسبب عدم التأكد بشأن المنتج ، أو انتظاراً لادخال مزيد من التحسينات عليه . وفى هذه المرحلة تنشط جهود البحوث والتطوير بهدف ادخال مزيد من التحسين على المنتج أو احداث تنويع فى موديلاته . كما تتجه الصناعة إلى شن حملات إعلانية ضخمة لتعريف وتوعية الجمهور بالمنتج الجديد . ورغم أن المنافسة عادة ما تكون عند حدها الأدنى ، فإن عمليات المنشأة قد تسفر عن خسائر .

وإذا ما استطاع المنتج أن يعيش تلك المرحلة وحقق قدراً من النمو ، فسيكون ذلك بمثابة شهادة انتقال للمرحلة التالية ، وهو ما يطلق عليها بشهادة لولادة صناعة يتوقع لها النمو Emerging Growth Industry وفيها يبدأ المحللين فى مجال الأوراق المالية فى اعطائها قدر من الاهتمام (Francis, 1986, P. 495) .

شكل ٩ ـــ ١

دورة حياة الصناعة



ومن أبرز الأمثلة على تلك المرحلة فى الولايات المتحدة صناعة الحاسوب فى بداية الخمسينات ، وصناعة التلفاز الملون فى نهاية الخمسينات ، وصناعة الفيديو فى منتصف السبعينات (Stevenson & Jennings, 1976, P. 485) .

ب ــ مرحلة النمو السريع :

فى مرحلة النمو السريع Rapid Growth تظهر نماذج أو موديلات مختلفة من المنتج ، ويتزايد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتتزايد معه الأرباح المتولدة . غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة فى تمويل مزيد من الاستثمار فى آلات وعدد جديدة ، ولبناء مخزون من المنتج ، وأيضاً لتمويل البيع الآجل . كذلك يميل الاتجاه فى هذه المرحلة نحو الاقتراض لتدعيم الموارد الذاتية ، ولمواجهة النقص فى السيولة . وقرب نهاية تلك المرحلة تدخل منشآت جديدة ، فيزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح . ويبدأ معدل نمو المبيعات فى الانخفاض نتيجة لتشبع نسبى للسوق Market Saturation وتجد بعض المنشآت صعوبة فى الاستمرار . هذا وقد بلغت صناعة الحاسوب ــ فى الولايات المتحدة ــ هذه المرحلة فى نهاية الخمسينات وبداية الستينات . أما صناعة التلفاز الملون فقد بلغتها فى بداية الستينات .

حـ ــ مرحلة النضوج :

تمثل مرحلة النضوج Maturity نهاية سنوات النمو السريع فى حجم مبيعات الصناعة . وفى هذه المرحلة يكون السوق قد تشبع تماماً ، ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومى . ويصبح النمو فى المستقبل مرهون باحداث معينة مثل تغير.إيجابى فى أذواق المستهلكين ، أو نجاح الصناعة فى الدخول إلى أسواق جديدة . ومن سمات هذه المرحلة أيضاً إشتداد المنافسة السعرية ، مما يؤدى إلى انخفاض فى هامش الربح وأن ظل حجم الأرباح ذاته فى النمو ، ولكن بمعدل أقل مما كان عليه فى المرحلة السابقة . وتتوفر للصناعة فى تلك المرحلة قدراً لا بأس به من السيولة ، الذى عادة ما

يستخدم جزء منه فى إجراء توزيعات نقدية ، أو فى سداد القروض التى حصلت عليها الصناعة فى مرحلة النمو السريع .

د ــ مرحلة الاستقرار أو الأفول :

تختلف سمات المرحلة الأخيرة من صناعة إلى أخرى . فقد تتسم تلك المرحلة باستقرار Stabilization عدد الوحدات المباعة على مستوى الصناعة وعلى مستويات المنشآت المكونة لها ، دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الأفول . أما الأرباح فتحقق قدراً من النمو لا يتجاوز معدل التضخم . غير أن الموقف قد يختلف فى صناعات أخرى إذ قد تتعرض لتدهور Decline فى عدد الوحدات المباعة ، وذلك إذا ما تعرض المنتج للتقادم نتيجة لظهور منتجات أخرى بديلة . وفى هذه المرحلة تتضاءل فرص الاستثمار المتاحة ، ويتوافر للصناعة قدراً كبيراً من الموارد السائلة . أما بقاء الصناعة واستمرارها فيكون مرهوناً بتنويع خطوط إنتاجها وذلك بإدخال منتجات جديدة .

وهكذا يبدو أن تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل المحترف أو حتى المستثمر العادى من تصنيف الصناعات الوطنية وفقاً للمرحلة التى تمر بها . ففى مصر قد يكون هناك من يعتقد فى أن صناعة البدل الجاهزة وصناعة السيراميك تمر فى مرحلة النمو السريع ، وأن صناعة البلاستيك تمر بمرحلة النضوج ، وأن صناعة المنسوجات الصوفية تمر بمرحلة الاستقرار خاصة بعد مجاراة التطور بإدخال الألياف الصناعية . كل هذه معتقدات لا بد أن تؤيدها البيانات عن المبيعات والأرباح والمنافسة وهو ما ينبغى أن يقوم به المحلل .

وبالطبع لو نجح المحلل فى تصنيف كل صناعة وفقاً للمراحل الأربعة السابقة فيمكنه أن يضع تقديراته بشأن درجة النمو المتوقعة فى السنوات القادمة . غير أن عليه أن يكون حذراً ، ذلك أن الفترة الزمنية التى تمضيها صناعة ما فى كل مرحلة قد تتفاوت تفاوتاً كبيراً عن الفترة الزمنية التى تمضيها صناعة أخرى . كذلك يؤكد هيونج ورندال (Huang & Randall, 1987, P. 194) على ضرورة

توخى الحذر فى قرار الاستثمار فى صناعة ما زالت فى مرحلة الظهور ، نظراً للمخاطر الكبيرة التى ينطوى عليها هذا الاستثمار . وإذا ما كان المستثمر متحمساً لتلك الصناعة الجديدة فعليه على الأقل أن لا يستثمر فى منشأة واحدة ، بل عليه أن يوزع استثماراته على أكبر عدد ممكن من المنشآت فى تلك الصناعة .

وعلى الرغم من أن الاستثمار فى الصناعة التى لازالت فى مرحلة النمو السريع يعد قراراً صائباً فى أحوال كثيرة ، إلا أن على المستثمر أن يتوخى الحذر أيضاً . لماذا ؟ لأن بعض المنشآت قد لا يمكنها تخطى هذه المرحلة ، ولأن أسعار الأسهم فى تلك الصناعة قد يكون مغال فيها بشكل قد يلحق بالمستثمر الذى يشتريها خسائر فادحة . والمثال على ذلك ما حدث فى عام ١٩٨٣ فى صناعة الحاسوب المنزلى Home Computer فلقد بلغ سعر سهم أبل Apple ٦٣ دولار ثم ما لبس أن انخفض إلى ١٧ دولار فى ذات السنة . كما بلغ سعر سهم كولكو Coleco ٦٥ دولار ما لبث أن انخفض إلى ١٦ دولار ، ونفس الشيء بالنسبة لسهم كومودور Commodore الذى وصل سعره إلى ٦١ دولار ثم انخفض إلى ٢٩ دولار (Huang & Randall, 1987, P. 194) .

بل ويضيف رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 487) أنه بسبب مخاطر الارتفاع غير الحقيقى لقيمة أسهم المنشآت التى تمر بمرحلة النمو السريع ، قد يكون من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقصر استثماراته على الصناعات التى وصلت إلى مرحلة النضوج أو حتى إلى مرحلة الاستقرار ، رغم تميز عائدها بدرجة أقل من النمو . ولكن كيف يمكن للمستثمر أن يكتشف أن قيمة السهم مغال فيها ؟ للإجابة على هذا السؤال.دعنا نفترض أن السهم أ الموضح فى جدول ٩ ـــ ١ هو لمنشأة تنتمى إلى صناعة فى مرحلة النمو ، أما السهم ب فهو لمنشأة تنتمى إلى صناعة فى مرحلة النضوج .

على ضوء هذه المعلومات يمكن معرفة القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يباع بها

السهم ، وذلك بتطبيق المعادلة ٨ — ٢ التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثامن[٢] . ولنبدأ بالسهم أ ثم السهم ب .

$$س_أ = \frac{٤ (١ + ٠,١٠)}{٠,٢٠ - ٠,١٠} = ٤٤ \text{ جنيه}$$

$$س_ب = \frac{٤ (١ + ٠,٠٥)}{٠,٢٠ - ٠,٠٥} = ٢٨ \text{ جنيه}$$

ومعنى هذا أن السعر الذى ينبغى أن يشترى به السهم « أ » لا ينبغى أن يزيد عن ٤٤ جنيه ، فى مقابل ٢٨ جنيه للسهم « ب » . وبمقارنة السعر الفعلى الذى يباع به كل سهم والموضح فى جدول ٩ — ١ ، يتضح أن القيمة السوقية للسهم « أ » مغال فيها ، أما القيمة السوقية للسهم ب فهى أقل مما ينبغى . وبالنسبة للمستثمر فإن من صالحه شراء السهم « ب » والتخلى كلية عن فكرة شراء السهم « أ » . وهذا يؤكد مرة أخرى على ضرورة أن يكون المستثمر حريصاً عندما يفكر فى استثمار أمواله فى صناعة تمر بمرحلة النمو السريع . حقاً أنها مرحلة تتمتع فيها الصناعة بدرجة عالية ومضطردة من النمو ، إلا أن السعر الذى يباع به السهم قد يكون مغال فيه .

٢ — التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة :

يقوم التنبؤ فى هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلى على منتجات الصناعة Product - Demand Analysis or End-Use Analysis بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة فى ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتى تعد الأساس الذى تعتمد عليه عملية التنبؤ . وفى صناعة لعب الأطفال يمكن أن يكون من بين تلك العوامل عدد الأطفال من أعمار معينة ، ومتوسط دخل الأسرة . وفى صناعة السيارات قد تتمثل تلك العوامل فى مستوى الدخل القومى ، ومتوسط

(٢) للتسهيل والتبسيط استخدمنا المعادلة ٨ — ٢ التى تفترض ثبات معدل نمو التوزيعات . وهذا بالطبع افتراض غير واقعى للصناعة التى تمر بمرحلة النمو السريع ، كما سنشير إلى ذلك فى الفصل الحادى عشر .

جدول ٩ ــ ١
بيانات عن أسهم المنشأتين أ ، ب

	أ	ب
القيمة السوقية الحالية	٦٠	٢٠
نصيب السهم من آخر توزيعات	٤	٤
معدل نمو التوزيعات	٪١٠	٪٥
معدل العائد المطلوب على الاستثمار	٪٢٠	٪٢٠

دخل الفرد ، وسعر السيارة ، ومعدل الضريبة الجمركية على السيارات المستوردة ... وما شابه ذلك .

ومن الأساليب الشائعة فى التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis الذى يقتضى أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة) . وهو ما يستلزم بطبيعة الحال توافر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات حتى آخر سنة[٣] . وفى ظل الأسلوب المذكور ستظهر العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة فى صورة معادلة خط الانحدار ، على النحو الموضح بالمعادلة ٩ ــ ١ .

$$ع = أ + ب_{١} س_{١} + ب_{٢} س_{٢} + ... + ب_{ن} س_{ن} \qquad (٩ــ ١)$$

حيث ع تمثل حجم مبيعات الصناعة ، س تمثل المتغير المستقل ، أ تمثل قيمة ثابتة . أما ب فتمثل معامل الانحدار للمتغير المستقل المقابل .

ويشير رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 500) إلى أنه إذا كانت العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة غير خطية ، أو عندما توجد علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة Multicolluniarity Problem حينئذ ينبغى استخدام صيغة

(٣) يفضل أن يكون حجم المبيعات بالوحدات .

أخرى لمعادلة الانحدار يطلق عليها اللوغاريتم الخطى[٤] Linear Logarithms التي تظهر في المعادلة ٩ ـــ ٢ .

$$لو_{هـ} ع = أ + ب_{١} لو_{هـ} س_{١} + ب_{٢} لو_{هـ} س_{٢} + ... + ب_{ن} لو_{هـ} س_{ن} \quad (٩ - ٢)$$

حيث لو$_{هـ}$ ع تمثل اللوغاريتم الطبيعى .Natural Log لحجم مبيعات الصناعة ، ب تمثل معامل الانحدار والتى تعتبر بمثابة مقياس للمرونة .

فلو أن س$_{١}$ ، س$_{٢}$ هما سعر بيع الوحدة ، ومستوى الدخل القومى على التوالى ، وكانت قيمة ب$_{١}$ = ـــ ٤, وقيمة ب$_{٢}$ = ٦, ، فإن هذا يعنى أن انخفاض فى سعر الوحدة بنسبة ١٪ يترتب عليه زيادة فى حجم المبيعات بنسبة ٤,٪ ، وأن الارتفاع فى مستوى الدخل القومى بنسبة ١٪ يترتب عليه زيادة فى المبيعات بنسبة ٦,٪ .

هذا وسواء استخدمت معادلة الانحدار العادية أو استخدمت المعادلة اللوغاريتمية ، فإن المعادلة المستخرجة هى الأساس فى التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة ، والذى يعد بدور خطوه أساسية لتقدير المبيعات المتوقعة لكل منشأة من منشآت الصناعة ، وذلك عند القيام بالتحليل على مستوى المنشآت الفردية .

ولكى تكون معادلة خط الانحدار أساساً يعتمد عليه فى التنبؤ ، ينبغى أن تكون للمتغيرات المستقلة قوة تفسيرية ملائمة . هذا يتطلب أن تكون قيمة ر^{٢} (R^2) لمعادلة خط الانحدار ـــ المبنية على البيانات التاريخية ـــ مقبولة . بما يعنى أن للمتغيرات المستقلة تأثير ملموس على المتغير التابع ، وهو حجم المبيعات فى هذه الحالة . والآن دعنا نتعامل مع المعادلة ٩ ـــ ٢ ، وسوف نفترض أن قيمة ر^{٢} كانت مرتفعة ، بالقدر الذى يعطى المحلل قدراً من الثقة فى أن لسعر بيع

(٤) يمكن أن تكون العلاقة غير خطية لمتغير واحد فقط ، ومن ثم لا تستخدم الصيغة الخطية اللوغاريتمية سوى لذلك المتغير (Lincoln et al, 1986, P. 345; Marsh & Mannari, 1981, P. 37) .

الوحدة ومستوى الدخل القومى تأثير جوهرى على حجم مبيعات الصناعة . كما نفترض كذلك أن المحلل يهدف إلى معرفة حجم المبيعات المتوقع بعد سنة أو سنتين أو أكثر .

لكى يتحقق للمحلل ما يسعى إليه عليه أن يحصل على تقديرات بشأن سعر بيع الوحدة ومستوى الدخل القومى ، فى السنة التى يستهدف التنبؤ بمبيعاتها . وفى هذا الصدد سنفترض أن السعر المتوقع للوحدة ٤٠ جنيه ، وأن المستوى المتوقع للدخل القومى ٥ بليون جنيه . كما سنفترض كذلك أن معادلة خط الانحدار التى تم التوصل إليها من واقع البيانات التاريخية هى كما يلى :

لو$_{\text{هـ}}$ ع = ١,٨٥ — ٤, لو$_{\text{هـ}}$ س$_{١}$ + ٦, لو$_{\text{هـ}}$ س$_{٢}$

وبالتعويض فى قيمة س$_{١}$ ، س$_{٢}$ سيتضح أن :

لو$_{\text{هـ}}$ ع = ١,٨٥ — ٤, لو$_{\text{هـ}}$ (٤٠) + ٦, لو$_{\text{هـ}}$ (٥ بليون)

= ١,٨٥ — ٤, × ٣,٦٩ + ٦, × ٢٢,٣٣

= ١٣,٠٣

ولتقدير قيمة ع أى الحجم المتوقع لمبيعات الصناعة فى السنة المعنية ، ينبغى إيجاد المقابل اللوغاريتمى Antilog للقيمة ١٣,٠٣ وسنجدها تساوى ٤٥٥٨٨٧ وحدة . ويمثل هذا الرقم الأساسى الذى يتحدد على ضوئه نصيب كل منشأة من المنشآت المكونة لتلك الصناعة ، وذلك فى المرحلة التالية من التحليل أى مرحلة تحليل ظروف الصناعة .

٣ ـ التنبؤ بمعدل النمو :

يقصد بمعدل النمو فى هذا الصدد معدل نمو الربحية . وكما هو الحال بالنسبة لتحليل الطلب على منتجات الصناعة ، يقتضى الأمر فى البداية توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ، ثم صياغتها فى رسم بيانى أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار ، بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية فى

المستقبل . وفى هذا الصدد يشير فرنسيس (Francis, 1986, P. 496) إلى مدخلين للأسلوب البيانى : الشكل البيانى الحسابى ، والشكل البيانى نصف اللوغاريتمى . وفى كلا الشكلين يمثل المحور السينى عنصر الزمن بينما يمثل المحور الصادى ربحية الصناعة . أما الاختلاف بينهما فيكمن فقط فى تحديد القيم على المحور الصادى . ففى الشكل البيانى الحسابى Arithmetic Graph تتناسب المسافات مع القيم المطلقة ، بمعنى أن المسافة بين قيمة قدرها واحد صحيح وبين قيمة قدرها ٢ ، تساوى تماماً المسافة بين القيمة التى قدرها ٢ وبين القيمة التى قدرها ٣ ... وهكذا . أما فى الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى Semilog Graph فالأمر يختلف . فالمسافة بين القيمة ١ ، والقيمة ٢ تمثل نسبة زيادة قدرها ١٠٠٪ ، ومن ثم ينبغى أن تساوى تماماً المسافة بين القيمة التى قدرها ٢ والقيمة التى قدرها ٤ . إذ يمثل الفرق بين القيمتين أيضاً معدل زيادة قدره ١٠٠٪ . وعلى هذا النحو تكون المسافة بين القيمة التى قدرها ٤ والقيمة التى قدرها ٨ تساوى تماماً المسافة بين القيمة التى قدرها ٢ والقيمة التى قدرها ٤ ، وتساوى أيضاً المسافة بين القيمة التى قدرها ١ والقيمة التى قدرها ٢ ، وهكذا ...

ويزودنا جدول ٩ ــ ١ بتطور ربحية الصناعة أ والصناعة ب ، خلال فترة تاريخية إمتدت من عام ١٩٨٨ وحتى عام ١٩٩٣ . وقد تم تصوير تلك البيانات فى شكل بيانى حسابى هو شكل ٩ ــ ٢ ، كما تم تصويرها أيضاً فى شكل بيانى نصف لوغاريتمى هو شكل ٩ ــ ٣ .

ولعل القارىء قد لاحظ أن ميل الخط البيانى للصناعة أ فى الشكل البيانى الحسابى يوازى تماماً ميل الخط البيانى للصناعة ب ، وهو ما يعنى تساوى القيمة المطلقة لنمو الربحية (مليون ريال) فى الصناعتين(٥) . أما الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى فيعكس بوضوح نمو أكبر فى معدل ربحية الصناعة ب

(٥) تم تحديد كل نقطة فى الجدول على الشكل البيانى ، ثم حاولنا مد خط يتوسط هذه النقط ، بحيث يكون مجموع المسافات بين الخط والنقط التى تحته تساوى تقريباً مجموع المسافات بين الخط والنقط التى فوقه .

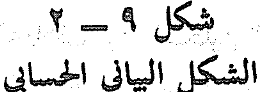
بالمقارنة بالصناعة أ . ففى عام ١٩٩٣ كانت ربحية الصناعة ب عند نقطة قدرها مليونى جنيه بينما كانت فى عام ١٩٨٨ عند نقطة قدرها مليون جنيه فقط ، أما فى الصناعة أ فكانت الربحية فى عام ١٩٨٨ عند نقطة قدرها ٤ مليون جنيه ، ثم أصبحت فى عام ١٩٩٣ عند نقطة قدرها ٥ مليون جنيه . وهو ما يعنى أن معدل نمو ربحية الصناعة أ لم يتجاوزه ٢٥٪ خلال الفترة ، فى حين بلغت ربحية الصناعة ب ١٠٠٪ . وإذا ما تأمل القارىء جدول ٩ ــ ١ سيظهر له بوضوح أن الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى أكثر دقة فى التعبير ، مقارنة بالشكل البيانى الحسابى .

جدول ٩ ــ ١

ربحية الصناعة أ ، والصناعة ب

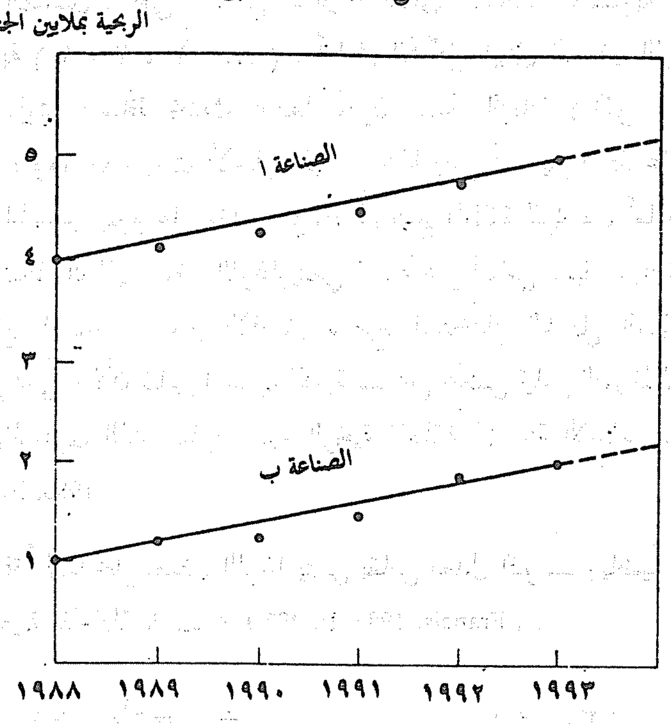
(القيمة بملايين الجنيهات)

السنة	ربحية الصناعة « أ »	أربحية الصناعة « ب »
١٩٨٨	٤٫٠٠	١٫٠٠
١٩٨٩	٤٫١٠	١٫١٠
١٩٩٠	٤٫٢٥	١٫٣٠
١٩٩١	٤٫٤٥	١٫٥٠
١٩٩٢	٤٫٧٥	١٫٩٠
١٩٩٣	٥٫٠٠	٢٫٠٠
١٩٩٤	غير معلومة*	غير معلومة
١٩٩٥	غير معلومة	غير معلومة
١٩٩٦	غير معلومة	غير معلومة



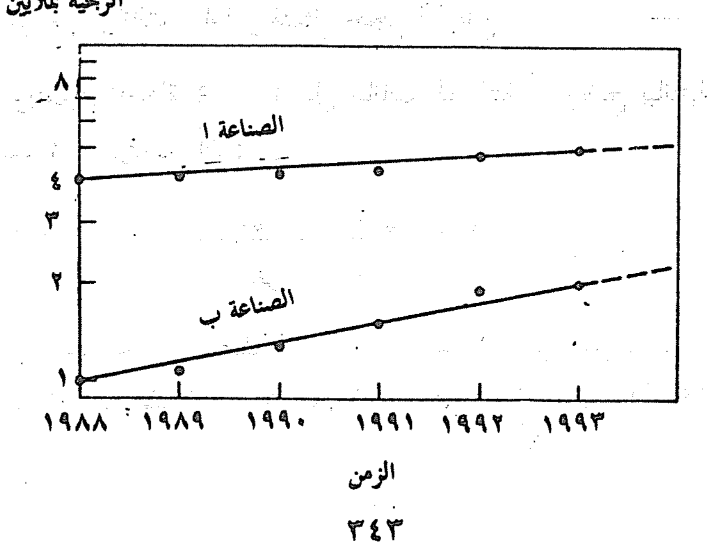
شكل ٩ ـــ ٢

الشكل البيانى الحسابى



شكل ٩ ـــ ٣

الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى



ولكن ما هو سبب الاختلاف بين الشكلين ؟ السبب هو طريقة تصميم المحور الصادى . ففى الشكل البيانى الحسابى المسافات متساوية بين القيم المتساوية (١ ، ٢ ، ٣ ، ...) . أما فى الشكل البيانى النصف اللوغاريتمى فإن تساوى المسافة يحدث عندما يكون معدل الزيادة (النمو) بين القيم متساو ، وهو ما سبقت الاشارة إليه . وهذا يعنى أن ميل الخط على الشكل البيانى الحسابى يقوم على مقدار الزيادة فى القيم المطلقة للربحية ، أما ميل الخط على الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى فيقوم على أساس نسبة الزيادة (النمو) فى القيم المطلقة . ومن الأفضل بالطبع استخدام الشكل البيانى نصف اللوغاريتمى ، لأن قياس النسب المئوية — على عكس قياس القيم المطلقة — لا يتأثر بالمستوى الذى تكون عليه الربحية المطلقة فى سنة الأساس (Francis, 1986, P. 496) .

ووفقاً للمدخل نصف اللوغاريتمى يقاس معدل النمو — رياضياً — خلال فترة معينة بالمعادلة ٩ — ٣ (Francis, 1986, P. 497) .

$$(\text{١} + \text{و})^{\text{ف}} = \text{ر}_{\text{ن}} \div \text{ر}_{\text{صفر}} \qquad (\text{٩} - \text{٣})$$

حيث و تمثل معدل النمو ، ف تمثل عدد الفترات التى يحسب على أساسها معدل النمو ، وهى تساوى « ن — ١ » ، حيث ن تمثل عدد السنوات التى تتوافر عنها بيانات . أما ر فتمثل حجم الأرباح .

وبتطبيق المعادلة ٩ — ٣ على بيانات الصناعة أ الموضح بياناتها فى جدول ٩ — ١ ، سيتضح أن :

$$(\text{١} + \text{و})^{\text{٥}} = \frac{\text{ر}_{\text{٥}}}{\text{ر}_{\text{صفر}}} = \frac{\text{٥}}{\text{٤}} = \text{١,٢٥}$$

ولايجاد قيمة و نبحث فى جدول ٩ — ٢ وهو جدول للفائدة المركبة ، حيث نجد أن القيمة ١,٢٥ أمام خمس سنوات تقع بين معدل ٤٪ عند قيمة

قدرها ١,٢١٨ ، ومعدل ٥٪ عند قيمة قدرها ١,٢٧٦ . ولتحديد المعدل عند القيمة ١,٢٥ سوف نطبق الفكرة التى تستخدم فى إيجاد معدل العائد الداخلى ، والتى يوضحها جدول ٩ ــ ٣ ، حيث سيتضح أن معدل النمو للصناعة أ يساوى ٤,٥٣٪ .

الفرق فى المعدل = (١ × ٠٢٦,) ÷ ٠٥٨, = ٤٥,

معدل النمو للصناعة أ = ٥ ــ ٤٥, = ٤,٥٥٪

أما تطبيق المعادلة ٩ ــ ٣ على بيانات الصناعة ب الموضحة فى جدول ٩ ــ ١ ، فسوف يسفر عن متوسط معدل نمو خلال تلك الفترة يبلغ ١٤,٩٪ . ذلك أن القيمة ٢ أمام خمس سنوات فى جدول الفائدة المركبة ، تقع بين معدل ١٤٪ عند قيمة قدرها ١,٩٢٥ ، ومعدل ١٥٪ عند قيمة قدرها ٢,٠١١ .

(١ + و)^{ه} = ر$_{ه}$ ÷ ر$_{صفر}$ = ٢ ÷ ١ = ٢

كل ما ذكر حتى الآن كان عن الماضى ، فكيف يمكن استخدامه كأساس للتنبؤ بالمستقبل ؟ يمكن للمحلل أن يمد الخط الذى توصل إليه فى شكل ٩ ــ ٣ لعدد السنوات المستقبلة التى يريد أن يتنبأ بالربحية خلالها . وتمثل كل نقطة على الخط مقدار الأرباح المتوقع تحقيقها خلال السنة المقابلة على المحور السينى . ويشير رادكليف (Radcliffe, 1982, PP. 489-490) إلى إمكانية إجراء عملية التنبؤ باستخدام معادلة الانحدار نصف اللوغاريتمى التى توضحها المعادلة ٩ ــ ٤ .

لو$_{هـ}$ ر = أ + ب س (٩ ــ ٤)

حيث ر تمثل حجم الربحية (المتغير التابع) فى قيمة لوغاريتمية ، س تمثل السنة (المتغير المستقل)

جدول ٩ — ٢

الفائدة المركبة للجنيه

Period	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	24%	28%	32%	36%
1	1.0100	1.0200	1.0300	1.0400	1.0500	1.0600	1.0700	1.0800	1.0900	1.1000	1.1200	1.1400	1.1500	1.1600	1.1800	1.2000	1.2400	1.2800	1.3200	1.3600
2	1.0201	1.0404	1.0609	1.0816	1.1025	1.1236	1.1449	1.1664	1.1881	1.2100	1.2544	1.2996	1.3225	1.3456	1.3924	1.4400	1.5376	1.6384	1.7424	1.8496
3	1.0303	1.0612	1.0927	1.1249	1.1576	1.1910	1.2250	1.2597	1.2950	1.3310	1.4049	1.4815	1.5209	1.5609	1.6430	1.7280	1.9066	2.0972	2.3000	2.5155
4	1.0406	1.0824	1.1255	1.1699	1.2155	1.2625	1.3108	1.3605	1.4116	1.4641	1.5735	1.6890	1.7490	1.8106	1.9388	2.0736	2.3642	2.6844	3.0360	3.4210
5	1.0510	1.1041	1.1593	1.2167	1.2763	1.3382	1.4026	1.4693	1.5386	1.6105	1.7623	1.9254	2.0114	2.1003	2.2878	2.4883	2.9316	3.4360	4.0075	4.6526
6	1.0615	1.1262	1.1941	1.2653	1.3401	1.4185	1.5007	1.5869	1.6771	1.7716	1.9738	2.1950	2.3131	2.4364	2.6996	2.9860	3.6352	4.3980	5.2899	6.3275
7	1.0721	1.1487	1.2299	1.3159	1.4071	1.5036	1.6058	1.7138	1.8280	1.9487	2.2107	2.5023	2.6600	2.8262	3.1855	3.5832	4.5077	5.6295	6.9826	8.6054
8	1.0829	1.1717	1.2668	1.3686	1.4775	1.5938	1.7182	1.8509	1.9926	2.1436	2.4760	2.8526	3.0590	3.2784	3.7589	4.2998	5.5895	7.2058	9.2170	11.703
9	1.0937	1.1951	1.3048	1.4233	1.5513	1.6895	1.8385	1.9990	2.1719	2.3579	2.7731	3.2519	3.5179	3.8030	4.4355	5.1598	6.9310	9.2234	12.166	15.916
10	1.1046	1.2190	1.3439	1.4802	1.6289	1.7908	1.9672	2.1589	2.3674	2.5937	3.1058	3.7072	4.0456	4.4114	5.2338	6.1917	8.5944	11.805	16.059	21.646
11	1.1157	1.2434	1.3842	1.5395	1.7103	1.8983	2.1049	2.3316	2.5804	2.8531	3.4785	4.2262	4.6524	5.1173	6.1759	7.4301	10.657	15.111	21.198	29.439
12	1.1268	1.2682	1.4258	1.6010	1.7959	2.0122	2.2522	2.5182	2.8127	3.1384	3.8960	4.8179	5.3502	5.9360	7.2876	8.9161	13.214	19.342	27.982	40.037
13	1.1381	1.2936	1.4685	1.6651	1.8856	2.1329	2.4098	2.7196	3.0658	3.4523	4.3635	5.4924	6.1528	6.8858	8.5994	10.699	16.386	24.758	36.937	54.451
14	1.1495	1.3195	1.5126	1.7317	1.9799	2.2609	2.5785	2.9372	3.3417	3.7975	4.8871	6.2613	7.0757	7.9875	10.147	12.839	20.319	31.691	48.756	74.053
15	1.1610	1.3459	1.5580	1.8009	2.0789	2.3966	2.7590	3.1722	3.6425	4.1772	5.4736	7.1379	8.1371	9.2655	11.973	15.407	25.195	40.564	64.358	100.71
16	1.1726	1.3728	1.6047	1.8730	2.1829	2.5404	2.9522	3.4259	3.9703	4.5950	6.1304	8.1372	9.3576	10.748	14.129	18.488	31.242	51.923	84.953	136.96
17	1.1843	1.4002	1.6528	1.9479	2.2920	2.6928	3.1588	3.7000	4.3276	5.0545	6.8660	9.2765	10.761	12.467	16.672	22.186	38.740	66.461	112.13	186.27
18	1.1961	1.4282	1.7024	2.0258	2.4066	2.8543	3.3799	3.9960	4.7171	5.5599	7.6900	10.575	12.375	14.462	19.673	26.623	48.038	85.070	148.02	253.33
19	1.2081	1.4568	1.7535	2.1068	2.5270	3.0256	3.6165	4.3157	5.1417	6.1159	8.6128	12.055	14.231	16.776	23.214	31.948	59.567	108.89	195.39	344.53
20	1.2202	1.4859	1.8061	2.1911	2.6533	3.2071	3.8697	4.6610	5.6044	6.7275	9.6463	13.743	16.366	19.460	27.393	38.337	73.864	139.37	257.91	468.57
21	1.2324	1.5157	1.8603	2.2788	2.7860	3.3996	4.1406	5.0338	6.1088	7.4002	10.803	15.667	18.821	22.574	32.323	46.005	91.591	178.40	340.44	637.26
22	1.2447	1.5460	1.9161	2.3699	2.9253	3.6035	4.4304	5.4365	6.6586	8.1403	12.100	17.861	21.644	26.186	38.142	55.206	113.57	228.35	449.39	866.67
23	1.2572	1.5769	1.9736	2.4647	3.0715	3.8197	4.7405	5.8715	7.2579	8.9543	13.552	20.361	24.891	30.376	45.007	66.247	140.83	292.30	593.19	1178.6
24	1.2697	1.6084	2.0328	2.5633	3.2251	4.0489	5.0724	6.3412	7.9111	9.8497	15.178	23.212	28.625	35.236	53.108	79.496	174.63	374.14	783.02	1602.9
25	1.2824	1.6406	2.0938	2.6658	3.3864	4.2919	5.4274	6.8485	8.6231	10.834	17.000	26.461	32.918	40.874	62.668	95.396	216.54	478.90	1033.5	2180.0
26	1.2953	1.6734	2.1566	2.7725	3.5557	4.5494	5.8074	7.3964	9.3992	11.918	19.040	30.166	37.856	47.414	73.948	114.47	268.51	612.99	1364.3	2964.9
27	1.3082	1.7069	2.2213	2.8834	3.7335	4.8223	6.2139	7.9881	10.245	13.110	21.324	34.389	43.535	55.000	87.259	137.37	332.95	784.63	1800.9	4032.2
28	1.3213	1.7410	2.2879	2.9987	3.9201	5.1117	6.6488	8.6271	11.167	14.421	23.883	39.204	50.065	63.800	102.96	164.84	412.86	1004.3	2377.2	5483.8
29	1.3345	1.7758	2.3566	3.1187	4.1161	5.4184	7.1143	9.3173	12.172	15.863	26.749	44.693	57.575	74.008	121.50	197.81	511.95	1285.5	3137.9	7458.0
30	1.3478	1.8114	2.4273	3.2434	4.3219	5.7435	7.6123	10.062	13.267	17.449	29.959	50.950	66.211	85.849	143.37	237.37	634.81	1645.5	4142.0	10143.
40	1.4889	2.2080	3.2620	4.8010	7.0400	10.286	14.974	21.724	31.409	45.259	93.050	188.88	267.86	378.72	750.37	1469.7	5455.9	19426.	66520.	[illegible]
50	1.6446	2.6916	4.3839	7.1067	11.467	18.420	29.457	46.901	74.357	117.39	289.00	700.23	1083.6	1670.7	3927.3	9100.4	46890.	[illegible]	[illegible]	[illegible]
60	1.8167	3.2810	5.8916	10.519	18.679	32.987	57.946	101.25	176.03	304.48	897.59	2595.9	4383.9	7370.1	20555.	56347.				

جدول ٩ ــ ٣
استخراج معدل النمو للصناعة « أ »

معدل	القيمة في الجدول	
٥	١٫٢٧٦	١٫٢٧٦
٤	١٫٢١٨	١٫٢٥٠
ـــــ	ـــــ	ـــــ
١	٫٠٥٨	٫٠٢٦

ولتوضيح كيفية تطبيق المعادلة ٩ ــ ٤ سنفرض أن جدول ٩ ــ ٤ يوضح حجم الأرباح الفعلية لاحدى الصناعات خلال الفترة ١٩٨٠ ــ ١٩٩٢ . وكخطوة أولى ينبغى إيجاد اللوغاريتم الطبيعى لكل قيمة من قيم المتغير التابع (المبيعات) ، ثم إيجاد معادلة خط الانحدار وفقاً للمعادلة ٩ ــ ٤ ، والتى ستأخذ الصورة التالية :

لو$_{هـ}$ ر = ــ ١٦٤,٨٤٥ + ٠٨٧٣, س (٩ ــ ٤ أ)

وتمثل قيمة ب (٠٨٧٣,) ميل خط الانحدار أو معامل الانحدار الذى يقيس التغير فى اللوغاريتم الطبيعى للأرباح أى لو$_{هـ}$ ر ، الناجم عن تغير مقداره وحده واحدة فى عنصر الزمن (سنة واحدة) الذى يرمز له هنا بالرمز س . وفى هذا المثال تعنى القيمة ٠٨٧٣, أن تغيرا فى الزمن بمقدار وحده واحدة (أى سنة واحدة) يترتب عليه زيادة فى الربحية بنسبة ٨,٧٣٪ . وهذا يعنى بعبارة أخرى أن معدل النمو السنوى فى الربحية قدره ٨,٧٣٪ .

وللتأكد من قدرة المعادلة ٩ ــ ٤ على التنبؤ ، يمكن اختبارها وذلك باستخدامها فى تقدير المبيعات فى عام ١٩٨٨ وفى عام ١٩٩١ على سبيل المثال ، وهنا نحتاج إلى إيجاد المقابل اللوغاريتمى لقيمة (لو$_{هـ}$ ر) .

جدول ٩ ــ ٤
مبيعات صناعة ما (بآلاف الجنيهات)
خلال الفترة ١٩٨٠ ــ ١٩٩٢

السنة	المبيعات	السنة	المبيعات
١٩٨٠	٢٩٣٠	١٩٨٧	٥٠٤٧
١٩٨١	٣١٣٠	١٩٨٨	٥٦٤١
١٩٨٢	٣٤١٩	١٩٨٩	٦٠٢٤
١٩٨٣	٣٦٤١	١٩٩٠	٦٦٥٣
١٩٨٤	٣٨٧٧	١٩٩١	٧٤٩٨
١٩٨٥	٤٠٥٤	١٩٩٢	٨٤٧٣
١٩٨٦	٤٣٦٨		

الأرباح فى عام ١٩٨٨ = المقابل اللوغاريتمى (ــ ١٦٤,٨٤٥ + ١٩٨٨ × ٠٨٧٣,) = ٦٠٤٨ ألف جنيه

الأرباح فى عام ١٩٩١ = المقابل اللوغاريتمى (ــ ١٦٤,٨٤٥ + ١٩٩١ × ٠٨٧٣,) = ٧٨٥٨ ألف جنيه

وكما هو واضح هناك فرق بين قيمة الأرباح المقدرة Estimated Revenue بواسطة المعادلة ٩ ــ ٤ وبين الأرباح الفعلية فى تلك السنوات والتى يوضحها جدول ٩ ــ ٢ . ولكن هل الفرق جوهرى ؟ هذا ما ينبغى أن يجيب عليه المحلل ؟ ذلك أن الفرق الكبير عادة ما يرجع إلى وجود قيم متطرفة Outliers فى بعض السنوات (Radcliffe, 1982, P. 490) وهو ما يتطلب من المحلل معرفة أسبابها وأيضاً معرفة الآثار التى سوف تتركها على التقديرات المستقبلة للمبيعات . فمثلاً لو أن الأرباح التقديرية كانت أكبر ــ بشكل ملحوظ ــ من الأرباح الفعلية فى السنة الأخيرة أو السنتين الأخيرتين ، وأن التحليل قد

كشف عن أن ذلك يرجع إلى تأثير حملة اعلانية وترويجية ضخمة قامت بها منشآت صناعة منافسة ، وكان لها أثراً على حجم مبيعات الصناعة ، حينئذ يصبح من الضرورى معرفة ردود الفعل المحتملة من جانب الصناعة لمواجهة تلك المنافسة ، وذلك حتى تكون التقديرات المستقبلة للربحية قريبة من الواقعية .

ولكن كيف يمكن الوقوف على التقديرات المستقبلة للأرباح فى ظل هذا الأسلوب ؟ يمكن ذلك بتطبيق المعادلة ٩ ــ ٤ أ ، وذلك باحلال السنة المطلوب تقدير مبيعاتها المتوقعة (سنة ١٩٩٤ مثلاً) محل القيمة س فى المعادلة المذكورة .

ولعل ما يؤخذ على مدخل التنبؤ الذى يقوم على المعادلة ٩ ــ ٣ أو المعادلة ٩ ــ ٤ أنه يفترض ثبات معدل النمو عبر الزمن ، وهو افتراض قد يكون بعيداً عن الواقع ، يؤكد ذلك دورة حياة الصناعة التى يتباين فيها معدل النمو خلال مراحلها الأربع . لذا لا ينبغى على المحلل الاعتماد على الأرقام التاريخية فقط ، بل ينبغى أن يكون له رؤيته الخاصة عن مستقبل الصناعة على ضوء دورة حياة المنتج ، ومستوى المنافسة ، والظروف الاقتصادية ... وغير ذلك من العوامل التى عرضنا لها حين تناول الاعتبارات الأساسية فى تحليل ظروف الصناعة .

يضاف إلى ذلك أن معدل النمو وفقاً لهذا المدخل يعتمد على الفترة المختارة لحسابه . فمعدل النمو المحسوب فى الفترة ١٩٧٠ ــ ١٩٨٥ مثلاً قد يختلف جذرياً عن معدل النمو المحسوب خلال الفترة ١٩٧٥ ــ ١٩٨٥ . وإذا ما كان الأمر كذلك فإنه يصبح لزاماً على المحلل أن يتعرف على السبب ، فقد يكون هناك تغيراً جوهرياً حدث فى ظروف الصناعة خلال الفترة الأطول . وإذا كان هذا هو السبب الحقيقى حينئذ ينبغى أن يقاس النمو مرتين ، مرة قبل حدوث تلك الظروف ومرة أخرى بعدها .

ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 202) أن من

عيوب استخدام أسلوب تحليل الانحدار ــ على النحو الذى سبقت الاشارة إليه ــ ليس هذا فقط بل أن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرين ، لا يعنى أن احدهما يؤثر فى الآخر . فمثلاً من الممكن أن تكون هناك علاقة احصائية بين حجم ربحية صناعة ما وبين إزدهار نشاط الملاهى الليلية ، ولكن هذا لا يعنى بالمرة أن لذلك المتغير تأثير فعلى على ربحية تلك الصناعة . وعليه يصبح من الضرورى أن يكون اختيار المتغيرات المستقلة فى أى تحليل قائم على أساس علمى ومنطقى ، يؤكد على وجود تأثير محتمل لتلك المتغيرات على المتغير التابع . وإذا لم يراعى ذلك فسوف تكون نتائج التحليل مخيبة للآمال . ويضيف فيشر وجوردان كذلك أن التحليل المشار إليه يفترض أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة هى علاقة خطية ، وهذا الافتراض قد لا يكون واقعياً .

وفى هذا الصدد يشير لينكلن وزملائه (Lincoln et al, 1986, P. 345) أنه عندما تكون العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل غير خطية ، عندئذ تأخذ المعادلة صيغة لوغاريتمية كاملة توضحها المعادلة ٩ ــ ٥ .

$$\text{لو}_{\text{هـ}}\ \text{ص} = \text{أ} + \text{ب لو س} \qquad (\ ٩ - ٥\ )$$

حيث ص تمثل المتغير التابع ، س تمثل المتغير المستقل .

ولكن كيف يمكن الحكم على أن العلاقة خطية أو غير خطية ؟ يشير لينكن وزملائه إلى ضرورة استخدام المعادلة ٩ ــ ٦ كأساس للحكم . فإذا وجد أن المعامل $\text{ب}_{١}$ معنوى فإن هذا يقوم دليلاً على أن العلاقة خطية . أما إذا كان المعامل $\text{ب}_{٢}$ لذات المتغير معنوى ، حينئذ تكون العلاقة غير خطية . هذا ولا يمكن أن تكون $\text{ب}_{١}$ ، $\text{ب}_{٢}$ معنويتين فى ذات المعادلة .

$$\text{ص} = \text{أ} + \text{ب}_{١}\,\text{س}_{١} + \text{ب}_{٢}\,\text{س}_{١} \qquad (\ ٩ - ٦\ )$$

الخلاصـــة :

يعد تحليل ظروف الصناعة إجراء أساسى من شأنه أن يسهم فى تخفيض الوقت والجهد المطلوب لتحليل ظروف المنشأة ، وهى المرحلة التالية فى التحليل الأساسى . ولكى يتسم تحليل ظروف الصناعة بالملائمة ينبغى أن يبدأ بتحليل وتصنيف ظروف الصناعة ، ثم تجميع البيانات والمعلومات المتاحة عن تلك الصناعة ، يلى ذلك تحليل لعدد من الجوانب والاعتبارات الأساسية التى ترتبط بها ، وكذا تحديد الأدوات الملائمة للتحليل وفى مقدمتها تحليل دورة حياة الصناعة ، والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة ، والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة .

الفصل العاشر
التحليل الأساسى : تحليل المركز المالى للمنشأة

بدأ التحليل الأساسى فى ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل ، بتناول الظروف الاقتصادية وذلك فى الفصل الثامن . ثم إنتقلنا بعد ذلك إلى المرحلة التالية وهى تحليل ظروف الصناعة والتى عرض لها الفصل التاسع . والآن وفى المحطة الأخيرة للمدخل المذكور نعرض لتحليل ظروف المنشأة ، وذلك فى فصلين هما الفصل العاشر والفصل الحادى عشر . ففى الفصل العاشر الذى نحن بصدده نعرض لتحليل المركز المالى للمنشأة بهدف الوقوف على مصادر قوته أو ضعفه . ففى القسم الأول نعرض لتحليل القوائم المالية المقارنة ، يتبعه القسم الثانى الذى يتناول قائمة الموارد والاستخدامات ، ثم القسم الثالث الذى يختص باستخدام النسب المالية كأساس للتحليل . أما القسم الرابع فسوف يكرس لتقديم نموذج تشخيصى لربحية المنشأة ، يتبعه القسم الخامس الذى يتناول تحليل المخاطر ، فالقسم السادس الذى يعرض لمخاطر الاعتماد على نتائج تحليل المركز المالى للمنشأة باستخدام القوائم المالية ، وأخيراً يتناول القسم السابع تقييم للقوائم المالية ذاتها .

القوائم المالية المقارنة :

يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات التى حدثت فى البنود الخاصة بتلك القوائم ، خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من القوائم المقارنة : الميزانية العمومية المقارنة ، وقائمة الدخل المقارنة (Robichek et al, 1976, PP. 139-140; Jessup, 1980, P. 16) .

يقصد بالميزانية العمومية المقارنة تلك الميزانية التى تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين فى سنتين ماليتين متتاليتين لنفس المنشأة ، أو مقارنة بنود ميزانية منشأة ما مع منشأة أخرى أو مع متوسط الصناعة . ويوضح جدول

١٠ ـــ ١ ميزانية عمومية مقارنة بالجنيهات وبالنسب المالية ، وذلك لبنك تجارى ولنطلق عليه بنك العروبة[1] . تزود الميزانية المذكورة المستثمر المحتمل فى أسهم البنك بأنباء سارة عن حركة الودائع الجارية ، فقد زادت تلك الودائع فى ٣٠ /٦ /١٩٩٢ بمقدار مليون جنيه ، وهو ما يعادل زيادة قدرها ٣٪ عما كانت عليه تلك الودائع فى ٣٠ /٦ /١٩٩١ . كذلك زادت ودائع التوفير بمقدار ٤,٥ مليون جنيه أى بنسبة زيادة قدرها ٢٣٪ . أما الودائع لأجل فقد انخفضت بمقدار ٢ مليون جنيه أى بنسبة إنخفاض قدرها ١٠٪ عما كانت عليه فى ٣٠/٦/ ١٩٩١ .

وبالطبع ينبغى على المستثمر التعرف على الأسباب المحتملة التى أدت إلى ذلك . فقد يكمن السبب فى رفع معدل الفوائد على ودائع التوفير مما أدى إلى جذب جزء من الودائع لأجل . كما قد يرجع الانخفاض فى الودائع لأجل إلى قيام البنوك المنافسة بإصدار أنواع جديدة من شهادات الإيداع جذبت إليها بعض عملاء البنك ، فقاموا بسحب أرصدتهم بغرض استثمارها فى هذا النوع من الشهادات .

ومن التغيرات اللافتة للنظر أيضاً زيادة حجم القروض المقدمة للعملاء فى عام ١٩٩٢ ، وذلك بنسبة ٣٠٪ (٩,٨ مليون جنيه) عما كانت عليه فى عام ١٩٩١ . وفى مقابل هذه الزيادة حدث انخفاض ملحوظ فى رصيد النقدية (٢ مليون جنيه) ، والأرصدة لدى البنوك الأخرى (٢ مليون جنيه) والسندات غير الحكومية (١,٨ مليون) . ولقد بلغت نسبة الانخفاض فى البنود الثلاثة سالفة الذكر ٤٠٪ ، ١٤٪ ، ٤٠٪ على التوالى . وكما تشير الأرقام فإن الانخفاض فى قيمة البنود الثلاثة (٥,٨ مليون جنيه) يقل بكثيراً عن الزيادة فى قيمة القروض (٩,٨ مليون جنيه) . وهو ما يتوقع أن يكون له أثراً مرغوباً على الربحية ، نظراً لأن العائد على الاستثمار فى القروض يفوق العائد على

(١) للمزيد عن هذا النوع من القوائم يمكن الرجوع إلى كتاب إدارة البنوك التجارية : مدخل إتخاذ القرارات للمؤلف .

جدول ١٠ ــ ١
الميزانية العمومية الأفقية المقارنة لبنك العروبة
في ٣٠/٦/١٩٩١ ، ٣٠/٦/١٩٩٢
(بآلاف الجنيهات)

	٣٠/٦/١٩٩١	٣٠/٦/١٩٩٢	الزيادة (النقص) بالجنيهات	بالنسب المئوية
الاصول :				
نقدية	٥٠٠٠	٣٠٠٠	(٢٠٠٠)	(٤٠)
أرصدة لدي البنك المركزي	١٧٠٠٠	١٧٠٠٠	–	–
أرصدة لدي بنوك أخري	١٤٠٠٠	١٢٠٠٠	(٢٠٠٠)	(١٤)
سندات حكومية	٣٠٠٠	٣٠٠٠	–	–
سندات غير حكومية	٤٥٠٠	٢٧٠٠	(١٨٠٠)	(٤٠)
أسهم عادية	٥٠٠	٥٠٠	–	–
قروض	٣٢٥٠٠	٤٢٣٠٠	٩٨٠٠	٣٠
أصول أخري	٥٠٠	٥٠٠	–	–
	٧٧٠٠٠	٨١٠٠٠		
الخصوم ورأس المال:				
ودائع جارية	٣٠٠٠٠	٣١٠٠٠	١٠٠٠	٣
ودائع توفير	٢٠٠٠٠	٢٤٥٠٠	٤٥٠٠	٢٣
ودائع لأجل	٢٠٠٠٠	١٨٠٠٠	(٢٠٠٠)	(١٠)
خصوم أخري	٥٠٠	٥٠٠	–	–
رأس المال	٤٥٠٠	٤٥٠٠	–	–
احتياطيات وأرباح محتجزة	٢٠٠٠	٢٥٠٠	٥٠٠	٢٥
	٧٧٠٠٠	٨١٠٠٠		

الاستثمار فى البنود الثلاثة سالفة الذكر . أما أثره على السيولة فقد يكون غير مرغوب . فمن بين الأصول التى انخفضت قيمتها النقدية والأرصدة لدى البنوك الأخرى ، وهما مصدران رئيسيان لمواجهة احتياجات البنك للسيولة . وهذا يعني ضرورة قيام المستثمر المحتمل فى أسهم البنك بالمزيد من البحث والدراسة للتعرف على ما إذا كان لذلك آثار غير مرغوبة على السيولة أم لا(٢) .

هذا وينبغى على المستثمر أيضاً أن يعطى التغيرات الجوهرية مزيداً من الاهتمام ، وقد يضطر فى سبيل ذلك إلى تحليل القوائم المالية عن عدد أكبر من السنوات ، لمعرفة ما إذا كانت تلك التغيرات تمثل اتجاهاً أم أنها تغيرات طارئة . وهذه بالطبع أمور لها أهميتها لقرار الاستثمار فى أسهم البنك .

يطلق على هذا النوع من التحليل بالتحليل الأفقى حيث أنه ينصرف إلى دراسة سلوك (الزيادة أو النقص) كل بند من بنود الميزانية خلال فترتين أو أكثر . وهو بذلك يختلف عن التحليل الرأسى الذى ينصرف إلى دراسة العلاقة بين بنود الميزانية خلال فترة معينة . ويتطلب التحليل الرأسى إيجاد النسبة بين قيمة كل بند فى الميزانية وبين القيمة الكلية لكافة البنود ، وهذا ما يظهره جدول ١٠ ــ ٢ .

تعطى الميزانية المقارنة بالنسب المئوية صورة عن القيمة النسبية لكل بند فيها . فمثلاً يلاحظ حدوث تغير فى التشكيلة المكونة لمحفظة البنك . فلقد زادت الأهمية النسبية للقروض فى ميزانية عام ١٩٩٢ حيث ارتفعت نسبتها إلى جملة الأصول إلى ٥٢,٣٪ فى مقابل ٤٢,٣٪ فى ميزانية عام ١٩٩١ . وذلك علماً بأن حجم الأصول فى ميزانية عام ١٩٩٢ قد زاد عما كان عليه فى ميزانية عام ١٩٩١ بمقدار ٤ مليون جنيه . ولقد صاحب الارتفاع فى الأهمية النسبية للقروض إنخفاضاً فى الأهمية النسبية للبنود الممثلة للاستثمار فى الأوراق المالية ،

(٢) اقتصر التحليل على بعض العناصر أو البنود ، وعلى القارىء أن يقوم بتحليل البنود الأخرى على ضوء ما لديه من معلومات .

جدول ١٠ ــ ٢
الميزانية العمومية الرأسية المقارنة لبنك العروبة
في ١٩٩١/٦/٣٠ ، ١٩٩٢/٦/٣٠
بالنسب المئوية

الاصول :	١٩٩١	١٩٩٢
	٪	٪
نقدية	٦ر٥	٣ر٧
أرصدة لدي البنك المركزي	٢٢ر١	٢١ر٠
أرصدة لدي بنوك أخري	١٨ر٢	١٤ر٨
سندات حكومية	٣ر٩	٣ر٧
سندات غير حكومية	٥ر٨	٣ر٣
أسهم عادية	ر٦	ر٦
قروض	٤٢ر٣	٥٢ر٣
أصول أخري	ر٦	ر٦
	١٠٠	١٠٠
الخصوم ورأس المال:		
	٪	٪
ودائع جارية	٣٩ر٠	٣٨ر٣
ودائع توفير	٢٦ر٠	٣٠ر٢
ودائع لأجل	٢٦ر٠	٢٢ر٢
خصوم أخري	ر٦	ر٦
رأس المال	٥ر٨	٥ر٦
احتياطيات	٢ر٦	٣ر١
	١٠٠	١٠٠

حيث إنخفضت نسبة الاستثمار فيها من ١٠,٣٪ فى ميزانية عام ١٩٩١ (٣,٩٪ سندات حكومية ، ٥,٨٪ سندات غير حكومية ، ٠,٦٪ أسهم عادية) إلى ٧,٦٪ فى ميزانية عام ١٩٩٢ . ويمكن للمستثمر باستخدام نفس الأسلوب الاسترسال فى دراسة التغيرات التى كشف عنها الجدول ١٠ ــ ٢ ، وتحليل الأسباب المحتملة لها ، حتى يبنى قراره الاستثمارى فى أسهم البنك على أساس سليم .

كذلك يمكن للمستثمر إجراء المقارنة بين نتائج الميزانيتين العموميتين المقارنتين الموضحتين فى الجدولين ١٠ ــ ١ ، ١٠ ــ ٢ مع نتائج الميزانيات المماثلة التى تصدرها البنوك المنافسة أو التى تصدر عن صناعة البنوك ككل ، وذلك بهدف الاستفادة من نتائجها فى الحكم على مدى سلامة المركز المالى للبنك الذى يرغب فى الاستثمار فى الأسهم التى يصدرها .

هذا ويشير هيونج ورندال (Huang & Randall, 1987, P. 262) إلى أن استخدام هذا الأسلوب من التحليل يجعل من الممكن إجراء المقارنة بين منشآت من أحجام مختلفة ، بل وأن الميزانية العمومية ــ فى ظل التحليل الرأسى باستخدام النسب المئوية ــ تبدو كما لو كانت لمنشآت متماثلة من حيث الحجم ، لذا يطلق عليها الميزانية العمومية ذات الحجم المتماثل Common Size Balance Sheet . وما ينطبق على الميزانية العمومية ينطبق على قائمة الدخل ، إذ يمكن أن يجرى عليها التحليل الأفقى ، كما يمكن أن يجرى عليها التحليل الرأسى وحينئذ يطلق على القائمة بقائمة الدخل ذات الحجم المتماثل Common Size Income Statement .

قائمة الموارد والاستخدامات :

توضح قائمة الموارد والاستخدامات باختصار المصادر التى حصلت منها المنشأة على الأموال ، والمجالات التى استخدمت فيها . هذا ولن نعرض فى هذا الكتاب إلى كيفية إعداد تلك القائمة ، وأن كنا نؤكد على أنها تجيب على العديد من الأسئلة التى تدور فى ذهن المستثمر الذى يستهدف الوقوف على

حقيقة المركز المالى للمنشأة[٣] . فالقائمة توضح نسبة الموارد الذاتية إلى إجمالى الموارد ، كما توضح المدى الذى ذهبت إليه المنشأة فى الاعتماد على الأموال المقترضة لتمويل استخداماتها ، وما إذا كانت قد إضطرت إلى تصفية جزء من أصولها الثابتة لمواجهة احتياجات مالية ملحة . كما تكشف القائمة كذلك عن نسبة توزيع الموارد بين الاستثمار فى الأصول ، وسداد الالتزامات ، وإجراء توزيعات على الملاك . كما توضح أيضاً حجم الاستثمارات الاضافية فى العدد والآلات والانشاءات ، والتغير الذى طرأ على رأس المال العامل . وكما يبدو فإن لتلك المعلومات أهميتها للمستثمر الذى يفكر فى شراء أسهم المنشأة محل التحليل .

النسب المالية :

وكما هو الحال بالنسبة لقائمة الموارد والاستخدامات ، فإننا لن نعرض للنسب المالية بالتفصيل طالما أنها متاحة فى مؤلفات الادارة المالية ، التى عادة ما تعرض لخمس مجموعات أساسية من النسب هى : نسب السيولة ، ونسب النشاط ، ونسب الاقتراض ، ونسب التغطية ، ونسب الربحية . وتقيس نسب السيولة Liquidity Ratios قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) ، مما لديها من نقدية أو أصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقدية فى فترة زمنية قصيرة نسبياً (الأصول المتداولة) . وكما يبدو فإن نسب السيولة تعد مؤشراً لمدى احتمال تعرض المنشأة لمخاطر الافلاس ، التى قد تنجم عن فشلها فى سداد ما عليها من التزامات . ومن أبرز نسب السيولة : نسبة التداول ، ونسبة التداول السريعة ، وسيولة الذمم ، وسيولة المخزون .

أما نسب النشاط Activity Ratios فتقيس كفاءة ادارة الأصول ، أى تقيس مدى قدرة الادارة على توليد المبيعات مما لديها من أصول . وتكشف مقارنة نسبة النشاط للمنشأة مع مثيلتها للصناعة عما إذا كان الاستثمار فى الأصول أقل أو أكثر من اللازم . فالاستثمار الزائد عن الحاجة يمثل موارد مالية معطلة ، بل

(٣) للمزيد عن قائمة الموارد والاستخدامات يمكن للقارىء الرجوع فى ذلك إلى مؤلفات الادارة المالية .

وقد تتكبد المنشأة بسببه بعض التكاليف . كذلك فإن عدم كفاية الاستثمار فى الأصول من شأنه أن يضيع على المنشأة فرص تحقيق مبيعات اضافية . وفى كلا الحالتين تتأثر الربحية سلبياً ، وتتأثر معها القيمة السوقية لأسهم المنشأة . ومن الأمثلة على نسب النشاط : معدل دوران مجموع الأصول ، ومعدل دوران الأصول الثابتة ، ومعدل دوران الأصول المتداولة ، ومعدل دوران الذمم ، ومعدل دوران المخزون .

كذلك تقيس نسب الاقتراض Debt Ratios المدى الذى ذهبت إليه المنشأة فى الاعتماد على أموال الغير فى تمويل احتياجاتها . ولهذه المجموعة من النسب تأثيرين عكسيين لهما أهميتهما للمستثمر . فزيادة الاعتماد على القروض تعنى المزيد من الوفورات الضريبية ، على أساس أن فوائد القروض هي من بين المصروفات التى تخصم من الايرادات قبل حساب الضريبة . ومن ناحية أخرى قد يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تعرض المنشأة لمخاطر الافلاس . فزيادة القروض تعنى زيادة عبء الفوائد المستحقة ، كما تعنى ضرورة تدبير قدر أكبر من الأموال لسداد قيمة تلك القروض عندما يحل تاريخ استحقاقها . وإذا ما فشلت المنشأة فى الوفاء بتلك الالتزامات ، فقد ينتهى الأمر بإعلان افلاسها ، وقد لا يتبقى شيء لحملة الأسهم من أموال التصفية . ومن الأمثلة على نسب الاقتراض : نسبة القروض إلى مجموع الأصول ، ونسبة القروض إلى حقوق الملكية ، ونسبة هيكل رأس المال .

أما نسب التغطية Coverage Ratios فتقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالأعباء الثابتة مثل فوائد القروض ، والايجارات المستحقة ، وأقساط سداد القروض . وتشبه نسب التغطية نسب الاقتراض ، فى أن كلاهما يعد مؤشراً للمخاطر المالية التى تتعرض لها المنشأة . فالفشل فى سداد الفوائد وأقساط القروض كفيل بتعريض المنشأة لمخاطر الافلاس . ومن أبرز الأمثلة على هذه المجموعة من النسب : معدل تغطية الفوائد ، ومعدل تغطية الأعباء الثابتة .

وأخيراً تقيس نسب الربحية Profitability Ratio قدرة المنشأة على توليد

الأرباح من المبيعات ، وكذا قدرتها على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة فى المنشأة . وبذا تعد نسب الربحية مقياساً على قدرة الادارة فى الرقابة على تكاليف العمليات ، كما تعد مقياساً لقدرتها على توليد الأرباح من الأموال التى قدمها الملاك وتلك التى قدمها المقرضين . ومن أبرز نسب الربحية التى عادة ما يشار إليها فى مؤلفات الادارة المالية : هامش مجمل الربح ، وهامش صافى ربح العمليات ، وهامش صافى الربح ، والقوة الايرادية ، ومعدل العائد على الاستثمار ، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، ومعدل العائد على المتاجرة بالملكية . ولكل نسبة من هذه النسب مدلولها الخاص بالنسبة للمستثمر .

وبالاضافة إلى الخمس مجموعات من النسب التى أشير إليها ، يضيف فرنش (French, 1989, P. 261) مجموعة سادسة هى نسب السوق Market Ratios وتتضمن ثلاث نسب هى : غلة التوزيعات ، ونسبة السعر إلى ربحية السهم ، ونصيب المؤسسات المالية فى رأس مال المنشأة . ونظراً لأنه يندر أن تعرض مؤلفات الادارة المالية لهذه المجموعة من النسب ، فقد يكون من الملائم القاء بعض الضوء عليها .

تقاس غلة التوزيعات Dividend Yield بقسمة نصيب السهم من التوزيعات على متوسط أعلى وأدنى سعر يباع به السهم ، أو قسمته على سعر الاقفال . ويتوقف قبول المستثمر لناتج تلك النسبة على الأهداف التى يسعى إلى تحقيقها . فمثلاً لو أن المستثمر يعتمد على التوزيعات لتغطية أعباء معيشته ، عندئذ سوف يفضل توجيه مخصصات الاستثمار إلى شراء الأسهم التى تتسم بارتفاع الغلة . أما كبار المستثمرين فقد يفضلون توجيه استثماراتهم إلى أسهم المنشآت الواعدة ، حتى لو كانت غلة التوزيعات منخفضة لعدد من السنوات .

$$\text{غلة التوزيعات} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times ١٠٠$$

أما نسبة السعر إلى ربحية السهم Price to Earnings Ratio والتى يطلق عليها

مضاعف الربحية Earnings Multiplier فتقاس بقسمة السعر الذى يباع به السهم (عادة سعر الاقفال) على ربحية السهم فى الاثنى عشر شهراً الأخيرة . وكما هو واضح تكشف هذه النسبة عن تقيم المستثمر للسهم . فلو أن نسبة السعر إلى الربحية يساوى ٥ ، فهذا يعنى أن المستثمر على استعداد أن يدفع فى السهم خمسة أضعاف الربحية المتولدة عنه . ولنا عودة إلى هذه النسبة مرة أخرى فى الفصل الحادى عشر .

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

أما نسبة ملكية المؤسسات المالية Institutional Ownership . فتقاس بقسمة عدد الأسهم التى تمتلكها تلك المؤسسات على عدد الأسهم التى أصدرتها المنشأة . ويقصد بالمؤسسات المالية شركات التأمين ، وهيئات التأمين والمعاشات وغيرها من الهيئات التى توجه جزء من مواردها المالية لشراء أسهم المنشآت . ويفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم المنشآت التى تنخفض فيه نسبة ملكية المؤسسات المالية . أما السبب فى ذلك فهو أن أسعار أسهم المنشآت التى ترتفع فيها نسبة ملكية المؤسسات المالية ، عادة ما تكون قريبة جداً من قيمتها الحقيقية ــ بسبب كفاءة قرارات الاستثمار التى تتخذها تلك المؤسسات ــ ومن ثم لا تتاح للمستثمر فرصة مرضية لتحقيق أرباح رأسمالية ملموسة .

$$\text{نسبة ملكية المؤسسات} = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات}}{\text{عدد أسهم المنشأة}} \times ١٠٠$$

ويضيف فرنش (P. 262) مجموعة أخرى من النسب Other Ratios تتضمن معدل الضريبة الفعلى ، ونسبة التوزيعات . ويقاس معدل الضريبة الفعلى Effective Tax Rate بقسمة الضريبة المستحقة على صافى الربح قبل الضريبة . ولكن ما هى أهمية هذا المعدل ؟ فى ظل نظام تصاعدى للضريبة ، قد يعزى إنخفاض المعدل الفعلى للضريبة عن متوسط معدل الضريبة لمنشآت الصناعة ،

إلى انخفاض حقيقى فى ربحية المنشأة عن السنة المعنية ، كما قد يعزى إلى ترحيل خسائر عن أعوام سابقة ، أو إلى اتباع إجراءات محاسبية من شأنها عدم اظهار جزء من ايراداتها عن السنة . كما قد يعزى أيضاً إلى استفادة المنشأة من خصم ضريبى على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل التاسع ، أو إلى غير ذلك من الأسباب . وبالطبع تعد تلك المعلومات ذات أهمية للمستثمر الذى يفكر فى توجيه أمواله لشراء أسهم المنشأة .

$$\text{معدل الضريبة الفعلى} = \frac{\text{الضريبة المستحقة}}{\text{صافى الربح قبل الضريبة}} \times ١٠٠$$

وأخيراً تحسب نسبة التوزيعات Payout Ratio بقسمة إجمالى التوزيعات التى حصل عليها حملة الأسهم العادية على صافى الربح المتاح لهم ، أى صافى الربح بعد الضريبة مطروحاً منه التوزيعات التى حصل عليها حملة الأسهم الممتازة . وبالطبع تختلف تلك النسبة من صناعة إلى أخرى ، بل ومن منشأة إلى أخرى داخل نفس الصناعة . وقد يرجع التباين فى حقيقة أمره إلى طبيعة الصناعة ، أو إلى تباين فى مرحلة النمو التى تمر بها الصناعة أو المنشأة أو لأسباب أخرى . فصناعة الخدمات العامة Public Utility Industry تميل إلى توزيع نسبة كبيرة من أرباحها السنوية . وعلى العكس من ذلك تميل الصناعة أو المنشأة التى تمر بمرحلة النمو السريع إلى احتجاز جزء كبير من الأرباح التى تحققها .

$$\text{نسبة التوزيعات} = \frac{\text{توزيع الأسهم العادية}}{\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية}} \times ١٠٠$$

وكما يبدو فإن معرفة السبب الحقيقى سيكون له أثره على قرار شراء أو عدم شراء أسهم المنشأة المعنية . مع ملاحظة أن تباين أهداف المستثمرين سوف يؤدى إلى تباين وجهة نظرهم بشأن سياسة التوزيعات التى تتبعها المنشأة . فالمستثمر الذى يعتمد على التوزيعات فى تغطية أعباء معيشته ، عادة ما يميل إلى شراء أسهم المنشآت التى تتبع سياسة سخية بشأن نسبة التوزيعات . أما

كبار المستثمرين فعادة ما يفضلون السياسة التى تعتمد إلى احتجاز أكبر قدر من الأرباح ، خاصة لو أن معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية .

النموذج التشخيصى للربحية :

يعاب على التحليل التقليدى باستخدام النسب المالية أن التغير فى نسبة ما من سنة إلى أخرى ، أو من منشأة إلى أخرى قد يكون مصدره بسط النسبة أو مقامها ، دون أن توجد طريقة لتحديد حاسم لمصدر التغيير . ولمواجهة تلك المشكلة قدم المؤلف (Hindy, 1989) نموذجاً تشخيصياً Diaganostic Model يمكن أن يستخدم كأداة للتشخيص الدقيق لمصادر التغيير الذى طرأ على ربحية المنشأة ، وما إذا كان مصدرها البسط أم مصدرها المقام .

ويتألف النموذج المقترح من إطار من النسب المالية تترابط أجزاؤه بعلاقات رياضية محددة ، بحيث يمكن قراءة أرقامه فى تسلسل رياضى سواء كانت القراءة من أعلى إلى أسفل أو من أسفل إلى أعلى . ويحقق هذا الترابط إمكانية التحديد الدقيق للمساهمة الايجابية أو السلبية لكل متغير تتضمنه نسبة مالية ما ، ويراد الوقوف على حجم تأثيره على مستوى الربحية . هذا ولقد قام المؤلف (هندى وحنفى ، ١٩٩١) بتطوير النموذج المذكور ، لكى يصلح للتطبيق على شركات القطاع العام المصرى التى تأخذ بالنظام المحاسبى الموحد .

وإذا كان التركيز فى هذين النموذجين قد انصرف إلى الربحية ، فإن للمؤلف دراسة أخرى سابقة (هندى ، ١٩٨٥) ربط فيها بين الربحية والمخاطر ، بحيث يمكن للمستثمر مقارنة المنشآت المختلفة على ضوء المتغيرين معاً ، بإعتبارهما الأساس لأى قرار استثمارى على النحو الذى سبقت الاشارة إليها فى القسم الأول من الفصل السادس .

تحليل المخاطر :

يمكن القول بأن النسب المالية التى أشرنا إليها حتى الآن تركز بطريقة

مباشرة أو غير مباشرة على الربحية دون أن تعطى إهتماماً يذكر للمخاطر . وطالما أن القيمة السوقية للسهم العادى لمنشأة ما تتحدد على ضوء العائد والمخاطر معاً ، فإنه يصبح لزاماً على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطر التى تتعرض لها المنشأة ، وذلك قبل الوصول إلى قرار الاستثمار فى أسهمها العادية . وفى هذا الصدد يشير ريلى (Reilly, 1985, P. 313) إلى إمكانية التعرف على حجم المخاطر التى يتعرض لها حملة الأوراق المالية التى تصدرها المنشأة ، من خلال التعرف على حجم مخاطر النشاط والمخاطر المالية التى تتعرض لها المنشأة ذاتها . وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التى يتعرض لها حملة الأوراق المالية كلما زاد حجم تلك المخاطر .

مخاطر النشاط أو الأعمال :

يقصد بمخاطر النشاط أو مخاطر الأعمال Business Risk درجة التذبذب فى ربحية المنشأة التى تعزى إلى التغير فى حجم المبيعات لأسباب ترجع لظروف الصناعة (طبيعة المنتجات أو العملاء) التى تنتمى إليها ، أو التى تعزى إلى تغير فى تكاليف العمليات لأسباب تتعلق بطريقة الانتاج Production Function المتبعة . فمثلاً يتوقع أن تتقلب أرباح منشأة لصناعة السيارات بدرجة أكبر من تقلب أرباح محل للبقالة . ذلك أن مبيعات السيارات أكثر تأثراً بالدورات التجارية ، إضافة إلى أن ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية فى تلك الصناعة من شأنه أن يزيد من درجة تقلب الربحية ، وذلك وفقاً لفكرة الرفع التشغيلى التى سنعرض لها فيما بعد .

هذا وتقاس مخاطر النشاط بدرجة تقلب صافى ربح العمليات عبر الزمن ، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال معامل الاختلاف Coefficient of Variation لصافى ربح العمليات عبر سلسلة زمنية (من خمس إلى عشر سنوات) ، والذى توضحه المعادلة ١٠ ـــ ١ .

$$\text{مخاطر النشاط} = \frac{\text{الانحراف المعيارى لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}} \qquad (١ ـــ ١٠)$$

ويشير جوى (Joy, 1983, P. 243) إلى إمكانية قياس مخاطر النشاط بمعادلة أخرى هى المعادلة ١٠ — ٢ .

$$\text{مخاطر النشاط} = \text{غ}(\text{ع}\text{ ، }\text{م}) = \text{ط}_{\text{ع م}}\,\sigma_{\text{ع}}\,\sigma_{\text{م}} \qquad (\text{١٠ — ٢})$$

حيث غ (ع ، م) تمثل التغاير Covariance بين معدل عائد مؤشر السوق (ع) وبين معدل العائد على الاستثمار للمنشأة والمحسوب قبل الفوائد والضريبة (م) ، $\text{ط}_{\text{عم}}$ تمثل معامل الارتباط بين عائد مؤشر السوق وبين العائد على الاستثمار للمنشأة المعنية ، $\sigma_{\text{ع}}$ تمثل الانحراف المعيارى لعائد مؤشر السوق ، بينما $\sigma_{\text{م}}$ تمثل الانحراف المعيارى للعائد على الاستثمار للمنشأة .

هذا ويمكن تحويل القيمة المطلقة لمخاطر النشاط الموضح بالمعادلة ١٠ — ٢ إلى قيمة معيارية Standaradized لكى يمكن مقارنتها عبر المنشآت المختلفة أو عبر الزمن ، وذلك بقسم الطرف الأيسر من تلك المعادلة على تباين عائد مؤشر أسعار السوق ، على النحو الموضح بالمعادلة ١٠ — ٣ . وسوف يطلق على هذه المعادلة بمعادلة معامل مخاطر النشاط ، الذى يشبه إلى حد كبير معامل بيتا ، الذى عادة ما يشار إليه فى مؤلفات الادارة المالية .

$$\text{معامل مخاطر النشاط} = \frac{\text{ط}_{\text{عم}}\,\sigma_{\text{ع}}\,\sigma_{\text{م}}}{\sigma_{\text{ع}}^{2}} = \frac{\text{ط}_{\text{عم}}\,\sigma_{\text{م}}}{\sigma_{\text{ع}}} \qquad (\text{١٠ — ٣})$$

وكقاعدة عامة كلما ارتفعت مخاطر النشاط إرتفعت معها درجة عدم التأكد بشأن الربحية المستقبلة للمنشأة . وهذه بالطبع معلومة تهم المستثمر الذى يفكر فى شراء أسهم أو سندات تلك المنشأة . فكما سبقت الاشارة فى القسم الأول من الفصل السادس ، يترتب على زيادة المخاطر انخفاض فى القيمة السوقية التى ينبغى أن تباع بها الأوراق المالية التى تصدرها المنشأة المعنية .

ويضيف ريلى (Reilly, 1985, P. 314) أنه إذا كان مصدر مخاطر النشاط هو التقلب فى المبيعات الذى يرجع إلى ظروف الصناعة ، وأيضاً إلى التقلب فى

تكاليف العمليات الذى يرجع إلى طريقة الانتاج ، فإنه يمكن قياس حجم التقلب لكل مصدر على حدة . فالتقلب الذى يرجع إلى المبيعات يقاس بمعامل الاختلاف للتقلب فى المبيعات[4] ، والذى توضحه المعادلة ١٠ ـــ ٤ .

$$\text{التقلب فى المبيعات} = \frac{\text{الانحراف المعيارى للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}} \qquad (١٠ ـــ ٤)$$

وتعتبر درجة التقلب فى المبيعات المحدد الأولى لتقلب ربحية المنشأة التى قيست من قبل بالمعادلة ١٠ ـــ ١ . وعادة ما يولى المحلل (سواء كان مستثمرا أو بيت سمسرة ، أو مستشار استثمار) اهتماماً خاصاً للمعادلة ١٠ ـــ ٤ ، إذ أنها تمثل الجزء من التقلب فى ربحية المنشأة الذى يرجع إلى عوامل خارجة عن سيطرة الادارة . فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، يعزى التغير فى مبيعات المنشأة إلى التغير الذى تحدثه الظروف الاقتصادية العامة ، إضافة إلى ظروف الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة .

ويشير ريلى (P. 315) إلى أن التقلب فى المبيعات يعادل تماماً التقلب فى صافى ربح العمليات ، وذلك فى حالة عدم وجود تكاليف ثابتة للعمليات . وإذا ما وجدت تكاليف ثابتة حينئذ يتوقع أن يكون التقلب فى صافى ربح العمليات أكبر من التقلب فى المبيعات . وهذا يعنى أن الفرق بين التقلب فى صافى ربح العمليات وبين التقلب فى المبيعات ، يمثل التقلب فى صافى ربح العمليات الذى أحدثته التكاليف الثابتة للعمليات (تكنولوجيا العمليات) . ويضيف ريلى أنه يمكن ايجاد التغير فى صافى ربح العمليات التى تحدثه التكاليف الثابتة ـــ خلال فترة معينة ـــ وذلك بحساب ما يسمى بدرجة الرفع التشغيلى ، التى توضحها المعادلة ١٠ ـــ ٥ .

$$\text{درجة الرفع التشغيلى} = \sum_{\text{س} = ١}^{\text{ن}} \frac{\text{نسبة التغير فى ربح العمليات}}{\text{نسبة التغير فى المبيعات}} \qquad (١٠ ـــ ٥)$$

(٤) لمعرفة سبب تفضيل معامل الاختلاف على الانحراف المعيارى لقياس المخاطر ، يمكن الرجوع إلى كتاب الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر للمؤلف .

كذلك يشير جوى (Joy, 1983, P. 342) إلى إمكانية قياس درجة الرفع التشغيلى بطريقة أخرى ، توضحها المعادلة ١٠ ــ ٦ .

$$\text{درجة الرفع التشغيلى} = ١ + \frac{ث}{ص} \qquad (١٠ ــ ٦)$$

حيث ث تمثل التكاليف الثابتة للعمليات ، ص تمثل صافى ربح العمليات .

فلو أن التكاليف الثابتة لمنشأة ما ٢٠ ألف جنيه ، وصافى ربح العمليات ٦٠ ألف جنيه ، حينئذ تكون درجة الرفع التشغيلى تساوى ١,٠٤ وهو ما يعنى أن تغيرا (بالزيادة أو النقصان) فى المبيعات المتوقعة بنسبة ١٪ يترتب عليه تغيراً فى نفس الاتجاه فى صافى ربح العمليات نسبته ٤٪ . ويدرك المحلل أن التغير فى صافى ربح العمليات الذى تحدثه التكاليف الثابتة ، يرجع فى الأساس إلى طبيعة الصناعة . غير أن هذا لا يمنع أن تتفاوت نسبة التكاليف الثابتة من منشأة إلى أخرى داخل نفس الصناعة . وكقاعدة عامة كلما انخفضت نسبة التكاليف الثابتة كلما انخفض التأثير الذى يحدثه التغير فى المبيعات على التغير فى صافى ربح العمليات . ولهذه المعلومة أهمية للمستثمر ، كيف ؟

لو أن المستثمر المتخصص أو المستثمر العادى بصدد المقارنة بين المنشأتين أ ، ب وكانت نسبة التكاليف الثابتة فى المنشأة أ أعلى من مثيلتها فى المنشأة ب ، فإن هذا يعنى أن درجة الرفع التشغيلى للمنشأة أ أعلى من مثيله للمنشأة ب . وإذا ما كان الاقتصاد مقبلاً على فترة تتسم بقدر من الرواج ، فإن أسهم المنشأة أ سوف ترتفع قيمتها فى السوق بمعدل أكبر ، لأن تغيراً إيجابياً معينا فى حجم المبيعات سيترتب عليه تغيراً أكبر ــ وفى نفس الاتجاه ــ فى صافى ربح العمليات ، وذلك مقارنة مع المنشأة ب . أما إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة تتسم بالكساد ، فإن القيمة السوقية لأسهم المنشأة أ ستنخفض بمعدل أكبر ، لأن تغيراً سلبياً معينا فى حجم المبيعات سيترتب عليه تغير أكبر ــ وفى نفس الاتجاه ــ فى صافى ربح العمليات ، وذلك بالمقارنة مع المنشأة ب .

المخاطر المالية :

يقصد بالمخاطر المالية Financial Risk تلك المخاطر التى يتعرض لها حملة الأسهم العادية ، إضافة إلى مخاطر الأعمال . وتنشأ هذه المخاطر أساساً من جراء اعتماد المنشأة على مصادر تمويل أخرى ، تدفع عنها تكاليف ثابتة ، ونقصد بها القروض والأسهم الممتازة . وعليه لو كانت المنشأة تعتمد بالكامل على الأسهم العادية فى التمويل ، لانحصرت المخاطر التى يتعرض لها حملة اسهمها العادية فى مخاطر النشاط فقط . ويعتبر ريلى (Reilly, 1985, PP. 316-319) مجموعة نسب الاقتراض إضافة إلى معدل تغطية الفوائد ــ التى سبق ذكرها ــ بمثابة مؤشرات للمخاطر المالية . ويضيف بريجهام (Brigham, 1989, P. 658) إمكانية القياس الدقيق للمخاطر المالية باستخدام درجة الرفع المالى ، التى توضحها المعادلة ١٠ ــ ٧ . مع ملاحظة أن الأعباء الثابتة للأسهم الممتازة تتمثل فى العائد قبل الضريبة الذى ينبغى أن تحققه المنشأة للوفاء بقيمة التوزيعات على تلك الأسهم[٥] .

$$\text{درجة الرفع المالى} = \frac{\text{صافى ربح العمليات}}{\text{صافى ربح العمليات ــ أعباء التمويل الثابتة}} \qquad (١٠ــ٧)$$

ويضيف سكوت وزملائه (Scott et al, 1988, P. 499) وكذا جوى (Joy, 1983, P. 247) إمكانية قياس درجة الرفع المالى بالمعادلة ١٠ ــ ٨ .

$$\text{درجة الرفع المالى} = \frac{\text{نسبة التغير فى ربحية السهم}}{\text{نسبة التغير فى صافى ربح العمليات}} \qquad (١٠ــ٨)$$

وتوضح درجة الرفع المالى نسبة التغير فى ربحية السهم العادى التى يتوقع أن تحدث من جراء تغير فى صافى ربح العمليات نسبته ١٪ . فلو أن التغير المتوقع فى صافى ربح العمليات نسبته ٢٠٪ وأن درجة الرفع المالى ١,٥ ، حينئذ يتوقع أن يحدث تغيراً فى ربحية السهم نسبته ٣٠٪ (١,٥ × ٢٠٪) .

(٥) للمزيد عن كيفية حساب تلك الأعباء ، يمكن الرجوع إلى كتاب الادارة المالية : مدخل تحليل معاصر للمؤلف .

ويشير جوى (P. 247) كذلك إلى ضرورة حساب درجة الرفع المركب ، أى درجة الرفع التشغيلى والمالى معاً ، وذلك على النحو الموضح فى المعادلة ١٠ ـــ ٩ .

درجة الرفع المركب = نسبة التغير فى ربحية السهم / نسبة التغير فى المبيعات (١٠ ـــ ٩)

أو

درجة الرفع المركب = درجة الرفع التشغيلى
× درجة الرفع المالى (١٠ ـــ ٩ أ)

فلو أن درجة الرفع المركب تساوى ٢ فهذا يعنى أن تغيراً فى حجم المبيعات بنسبة ١٥٪ ، يترتب عليه تغيراً فى ربحية السهم العادى بنسبة ٣٠٪ .

وتزود درجة الرفع المركب المستثمر بمعلومات نافعة . فإذا كان الاقتصاد مقبل على مرحلة رواج ، وأن المستثمر فى مرحلة المفاضلة بين أسهم منشأتين ، الأولى معدل الرفع المركب لها ٢ فى مقابل معدل رفع مركب قدره ٣ للمنشأة الثانية ، فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها يكون الاستثمار فى أسهم المنشأة الثانية أفضل ، لإحتمال ارتفاع سعرها بنسبة أكبر فى المستقبل . لماذا ؟ لأن تغيراً موجباً بنسبة معينة ١٪ مثلاً فى حجم مبيعاتها سوف يترتب عليه تغيراً أكبر (٣٪) فى ربحية السهم العادى مقارنة بالمنشأة الأولى (٢٪) . ومن ناحية أخرى إذا كان الاقتصاد مقبلاً على كساد ، فإن أسعار أسهم المنشأة الثانية تكون عرضه للانخفاض بمعدل أكبر . لماذا ؟ لأن انخفاض فى المبيعات بنسبة معينة (١٪ مثلاً) سوف يترتب عليه انخفاضاً فى ربحية السهم بمعدل أكبر (٣٪) ، مقارنة بالمنشأة الأولى (٢٪) . بعبارة أخرى يعتبر الاستثمار فى أسهم المنشأة الأولى أكثر ملائمة إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة كساد ، بينما يكون الاستثمار فى أسهم المنشأة الثانية أكثر ملائمة إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة رواج .

هذا ولا يقتصر تحليل المخاطر على مخاطر النشاط والمخاطر المالية ، إذا ينبغى على المستثمر أيضاً الوقوف على مدى احتمال تعرض المنشأة لمخاطر الافلاس .

مخاطر الافلاس :

فى هذا الصدد يقترح ستيفنسون وجننقز (Stevenson & Jennings, 1976, P. 214) وكذا هيونج ورندال (Huange & Randall, 1987, P. 235) إمكانية إستخدام نموذج ادوارد التمان (Altman, 1968) أو أى نماذج مشابهة لقياس مدى اقتراب أو ابتعاد المنشأة عن مخاطر التعرض للافلاس . ويتمثل نموذج التمان فى معادلة عوامل التمييز بين المجموعات Discriminant Analysis التى توصل إليها من دراسة عينة من المنشآت التى تعرضت لافلاس فعلى . وقد خرج منها بأن المنشأة التى تحصل على ٢,٦٨ نقطة أو أعلى يكون إحتمال تعرضها للافلاس محتملاً بدرجة ثقة ٩٥٪ . وبالطبع تنطبق معادلة التمان على الواقع الأمريكى .

وفى محاولة للمؤلف (Hindy, 1992) (هندى ، ١٩٩١) تطبيق نفس النهج على شركات القطاع العام الصناعية التى تعرضت للافلاس الفنى (التآكل الكامل لحقوق الملكية) خلال الفترة ١٩٨١ — ١٩٨٧ اتضح أن نموذج عوامل التمييز أخذ الصورة الموضحة بالمعادلة ١٠ — ١٠ .

ط = ٥,٠٢٧ س$_{١}$ — ٢,٥٩٧ س$_{٢}$ — ,٠٢٤ س$_{٣}$

— ٥,٢٧٠ س$_{٤}$ + ,٢١٨ س$_{٥}$ + ,٠٩٦ س$_{٦}$ (١٠ — ١٠)

حيث ط تمثل مجموع النقاط لمعادلة عوامل التمييز ، س$_{١}$ تمثل نسبة الاقتراض ، س$_{٢}$ تمثل هامش صافى الربح ، س$_{٣}$ تمثل نسبة مصادر التمويل طويل الأجل ، س$_{٤}$ تمثل معدل العائد على المتاجرة بالملكية ، س$_{٥}$ تمثل نسبة المخزون السلعى ، س$_{٦}$ تمثل نسبة السحب على المكشوف . أما الأرقام المطلقة فى المعادلة فتمثل معامل التمييز لكل متغير .

وقد اتضح من التحليل أن المنشأة التى تحصل على ٣,٢٨٥ نقطة أو أكثر فى معادلة التمييز تكون فرصة تعرضها للافلاس محتملة ، بدرجة ثقة ٩٥٪ .

هذا وفى كافة أدوات التحليل التى عرضنا لها حتى الآن ، يتوقع أن يجرى المستثمر مقارنة بين منشآت الصناعة ، وكذا مقارنة كل منشأة بما كانت عليه فى سنوات سابقة .

مخاطر الاعتماد على نتائج تحليل المركز المالى :

يقوم تحليل المركز المالى كما سبقت الإشارة على قائمة الدخل والميزانية العمومية . ولكن نظراً لوجود أكثر من طريقة للمعالجة المحاسبية لبعض بنود هاتين القائمتين بما يؤثر على حجم العائد المتولد عن العمليات ، فإنه يصبح لزاماً على المستثمر أن يتوخى الحذر فى تفسيره للنتائج التى توصل إليها من تحليل تلك القوائم . وتبدو أهمية ذلك عند المقارنة بين المنشآت أو عند المقارنة مع سنوات سابقة لذات المنشأة . فمثلاً بالنسبة للاهلاك يمكن حسابه على أساس القسط الثابت أو على أساس القسط المتناقص ، والمخزون السلعى يمكن تقييمه إما على أساس الوارد أولاً صادر أولاً (First-In, First-Out (FIFO أو على أساس الوارد أخيراً صادر أولاً (Last-In, First-Out (FIFO وهذا التباين فى طريق معالجة تلك البنود من شأنه أن يترك أثراً على الربحية المتولدة ، خاصة خلال فترات التضخم وفترات الكساد (Halperin, 1979) .

كذلك تختلف طرق المعالجة المحاسبية للمبيعات فى حالة العقود التى تشترط تسليم المبيعات على دفعات . فقد تتبع المنشأة سياسة جريئة مؤداها تسجيل الدفعة ضمن المبيعات بمجرد شحنها للعميل ، أو قد تتبع سياسة محافظة بمقتضاها لا يتم تسجيل الدفعة كمبيعات إلا بعد تحصيل قيمتها (French, 1989, P. 252) . وبالطبع يتوقع أن تؤثر المعالجة المختارة على حجم مبيعات المنشأة وعلى ربحيتها فى فترة ما . وبالنسبة للخصم الضريبى لتشجيع الاستثمار Investment Tax Credit والذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثامن ، فيمكن

معالجته إما بخصمه بالكامل من ايرادات السنة التى تم فيها الاستثمار ، أو بتوزيعه على سنوات العمر الافتراضى للأصل المستثمر فيه . مرة أخرى تؤثر المعالجة المحاسبية على صافى الربح المتولد .

وبالاضافة إلى ذلك هناك عدد من البنود الأخرى التى ينبغى أن يوليها المستثمر اهتماماً كبيراً ، نظراً للتأثير الملموس الذى تحدثه المعالجة المحاسبية لها ، ونخص بالذكر فى هذا الصدد كيفية حساب ربحية السهم ، ومعالجة الأصول المستأجرة ، وحالة سيطرة المنشأة على منشأة أخرى من خلال تملك حصة فى رأسمالها ، وتأثير التضخم والكساد . ونظراً لأنه يندر أن تتعرض مؤلفات الادارة المالية لمعالجة تلك المشكلات ، فسوف تحظى بالاهتمام فى هذا القسم .

كيفية حساب ربحية السهم :

رغم أهمية الربح الكلى للمنشأة ، إلا أن المستثمر يهتم بدرجة أكبر بربحية السهم (Earnings Per Share (EPS . وعند حساب تلك الربحية يواجه المحلل بمشكلتين : الأولى تتعلق بكيفية حساب عدد الأسهم التى على أساسها تحسب ربحية السهم ، والثانية تتعلق بكيفية التعامل مع الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم . وتنشأ المشكلة الأولى من حقيقة أن الأرباح تتولد خلال العام ، أما عدد الأسهم فيتحدد فى لحظة معينة . فلو أن المنشأة قد أصدرت أسهماً اضافية خلال السنة ، حينئذ ينبغى أن تحسب ربحية السهم على أساس المتوسط الحسابى المرجح بالأوزان ، أى المتوسط المرجح بوزن الزمن الذى صدر فيه السهم . ووفقاً للقواعد المعمول بها فى الولايات المتحدة الأمريكية يراعى فى حساب المتوسط ما يلى (Radcliffe, 1982, PP. 554-557; French, 1989, P. 252) .

١ ــ الأسهم المشتقة والأسهم مقابل توزيعات التى صدرت خلال العام فى مقابل الأسهم الأصلية ، تعامل معامله الأسهم الأصلية . أى تعتبر كما لو كانت قد صدرت فى بداية السنة المالية . أما الأسهم المشتقة والأسهم مقابل التوزيعات التى صدرت خلال السنة ، فى مقابل أسهم مباعة

للمديرين بموجب اختيار الشراء ، فتعامل معاملة تلك الأسهم أى يعتبر تاريخ اصدارها هو تاريخ تنفيذ حق الاختيار .

٢ ــ فى حالة الاندماج خلال العام ، وظهور الميزانية العمومية الموحدة على أساس مجموع القيم الدفترية للمنشأتين Pooling of Interest تعامل الأسهم المصدرة لأغراض الاندماج (أى لاستبدال أسهم المنشأة المندمجة بأسهم المنشأة المندمج فيها) كما لو أنها صدرت فى أول السنة المالية .

٣ ــ فى حالة الاندماج خلال العام وظهور الميزانية العمومية الموحدة على أساس القيمة الدفترية للمنشأة المندمج فيها إضافة إلى القيمة السوقية (القيمة المدفوعة) للمنشأة المندمجة Purchase Accounting تحسب الأسهم المصدرة لأغراض الاندماج منذ تاريخ اصدارها .

٤ ــ فى حالة اصدار أسهم جديدة تباع للجمهور ، أو فى حالة تنفيذ المديرين لاختيار شراء أسهم المنشأة Stock Option ، تضاف الأسهم المصدرة على أساس التاريخ الذى صدرت فيه[٦] . وإذا ما قامت المنشأة بإعادة شراء أسهمها من السوق ، فإنها تخصم من عدد الأسهم القائمة فى التاريخ الذى تم فيه الشراء .

ولتوضيح كيفية تطبيق فكرة المتوسط المرجح لعدد الأسهم على ضوء القواعد السابقة ، دعنا نفرض أن جدول ١٠ ــ ٣ يصور تطور عدد الأسهم العادية لاحدى المنشآت خلال السنة المالية المنتهية فى ٣٠ /٦ /١٩٩٢ .

وكما سبقت الاشارة تعامل الأسهم المصدرة لأغراض الاندماج (٤٠٠ سهم) فى ظل ميزانية عمومية موحدة على أساس القيمة الدفترية لأصول وخصوم المنشأتين ، كما لو كانت صدرت فى بداية العام ، شأنها فى ذلك شأن الأسهم الأصلية (١٢٠٠ سهم) . أما الأسهم مقابل توزيعات (١٥٠

(٦) يتميز الاختيار الذى يمنح للمديرين بأنه قد يمتد لسنوات ، وأن الهدف منه تشجيع المديرين على المشاركة فى الملكية وذلك فى محاولة لتخفيض تكلفة الوكالة (Van Horne, 1989, P. 17) .

سهم) فهى تمثل ١٠٪ من مجموع الأسهم الأصلية (١٢٠٠ سهم) والأسهم المباعة للمديرين (٣٠٠ سهم) . ووفقاً للقواعد التى سبقت الاشارة إليها فإن ١٢٠ سهماً منها فقط (١٢٠٠ × ١٠٪) . تعامل معاملة الأسهم الأصلية أى تعامل كما لو أنها صدرت فى بداية العام ، أما الباقى أى الثلاثين سهما فتعامل كما لو إنه صدر فى ذات التاريخ الذى أصدرت فيه الأسهم المباعة للمديرين (٨ يوليو ١٩٩١) .

وهكذا يمكن القول بأن العدد المعدل للأسهم التى صدرت فى بداية العام ،

جدول ١٠ ـــ ٣

تطور عدد الأسهم لاحدى الشركات

فى السنة المالية المنتهية فى ٣٠/٦/١٩٩٢

التاريخ	التطور الذي حدث	عدد الأسهم
أول يوليو ١٩٩١	عدد الاسهم القائمة أو الاصلية	١٢٠٠
٨ يوليو ١٩٩١	أسهم مباعة للمديرين	٣٠٠
١٠ ديسمبر ١٩٩١	أسهم مقابل توزيعات (١٠٪)	١٥٠
٢٠ يناير ١٩٩٢	أسهم مصدره بسبب الاندماج *	٤٠٠
أول مارس ١٩٩٢	إعادة شراء أسهم المنشأة	ـــ٥٠٠
١٩ أبريل ١٩٩٢	أسهم جديدة مباعة للجمهور	٧٤٠
٣٠ يونيه ١٩٩٢	عدد الأسهم القائمة	٢٢٩٠

* افترضنا أن الأسهم المصدرة للاندماج هى فى ظل ميزانية عمومية موحدة قائمة على أساس القيمة الدفترية لأصول وخصوم المنشأتين Pooling of Interest

أى الأسهم التى تعامل كما لو أنها صدرت فى بداية العام يبلغ ١٧٢٠ سهم (١٢٠٠ + ٤٠٠ + ١٢٠) . أما باقى الأسهم فيحسب لها عدد اعتبارى فى أول السنة ، يتمثل فى المتوسط المرجح بالأوزان على أساس التاريخ الفعلى الذى صدرت فيه . وهذا ما يوضحه جدول ١٠ ــ ٤ ، الذى يكشف عن أن العدد الكلى للأسهم بعد تعديله انخفض إلى ٢٠٢٣ سهم فى مقابل ٢٢٩٠ سهم فى جدول ١٠ ــ ٣ .

ولكن كيف تحسب ربحية السهم ؟ إذا لم تكن هناك أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم فإن ربحية السهم تتحدد بالمعادلة ١٠ ــ ١١ .

جدول ١٠ ــ ٤
المتوسط المرجح بالأوزان لعدد الأسهم

التطور الذي حدث	عدد الاسهم	معامل الترجيح	المتوسط المرجح
العدد المعدل للاسهم			
في بداية العام	١٧٢٠	٣٦٥/٣٦٥	١٧٢٠
أسهم المديرين	٣٣٠	٣٦٥/٣٥٧	٣٢٢٫٨
أسهم مباعة ٣٠٠			
أسهم مقابل توزيعات ٣٠			
إعادة شراء الاسهم	-٥٠٠	٣٦٥/١٢١	-١٦٥٫٨
أسهم مباعة للجمهور	٧٤٠	٣٦٥/٧٢	١٤٦٫٠
المتوسط المرجح لعدد الاسهم العادية			٢٠٢٣

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{ص} - \text{ت}^{*}}{\text{ن}} \qquad (١٠ - ١١)$$

حيث ص تمثل صافى الربح بعد الضريبة ، ت* تمثل توزيعات الأسهم الممتازة . أما ن فتمثل المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية .

أما فى حالة وجود أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم ، أو صكوك تعطى الحق فى شراء أسهم المنشأة Warrants وهو ما سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثانى ، حينئذ تحسب الربحية على مستويين : مستوى التخفيف الأولى لربحية السهم ، ومستوى التخفيف الكامل لربحية السهم . وتحسب الربحية الأولية (Primary EPS (P-EPS بالمعادلة ١٠ — ١٢ (French, 1989, P. 253) .

$$\text{التخفيف الأولى} = \frac{\text{ص} - \text{ت}^{*} + \text{ع}}{\text{ن} + \text{ل}} \qquad (١٠ - ١٢)$$

حيث ل تمثل معادل الأسهم العادية للأوراق التى يمكن أن تتحول الآن إلى أسهم . أما ع فتمثل تعديل صافى الربح فى مقابل ذلك المعادل .

ويقصد بمعادل الأسهم العادية (Common Stock Equivalents (CSEs عدد الأسهم العادية التى يمكن أن تضاف إلى رأس المال ، لو أن المنشأة أعلنت أن على حملة الأوراق القابلة للتحويل إلى أسهم إما التحويل الآن أو سقوط الحق فى التحويل كلية . وبالطبع سوف يستجيب حملة تلك الأوراق ، عندما تكون قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل ، على النحو الموضح فى الفصل الأول . كذلك يقصد بتعديل صافى الربح فى مقابل معادل الأسهم العادية Adjustment for Common Stock Equivalents إضافة العائد الثابت الذى كان سيدفع للأوراق القابلة للتحويل إلى بسط المعادلة ، إذ لن يكون هناك وجود لتلك الأوراق بعد التحويل .

أما التخفيف الكامل لربحية السهم Fully Diluted EPS (FD-EPS) فيحسب بالمعادلة ١٠ ــ ١٣ (French, 1989, P. 254) .

$$\text{التخفيف الكامل لربحية السهم} = \frac{\text{ص} - \text{ت}^{\star} + \text{ع}^{\star}}{\text{ن} + \text{ل}^{\star}} \qquad (\text{١٠ــ١٣})$$

حيث ل* تمثل معادل الأسهم العادية لكافة الأوراق المالية القابلة للتحويل بصرف النظر عن امكانية ذلك التحويل ، ع* تمثل تعديل صافى الربح فى مقابل ذلك المعادل .

هذا ويضيف رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 556) إلى مقام المعادلتين ١٠ ــ ١٢ ، ١٠ ــ ١٣ عدد الأسهم التى يمكن أن يحصل عليها المديرين إذا ما قاموا بتنفيذ الاختيار الذى حصلوا عليه من المنشأة Stock Option . وإذا ما أخذ ذلك فى الحسبان بالنسبة للمعادلة ١٠ ــ ١٣ فسوف تأخذ الصيغة التالية :

$$\text{التخفيف الكامل لربحية السهم} = \frac{\text{ص} - \text{ت}^{\star} + \text{ع}^{\star}}{\text{ن} + \text{ل} + \text{ى}} \qquad (\text{١٠ــ١٤})$$

حيث ى تمثل عدد الأسهم التى يمكن أن تصدر فى مقابل الاختيار الذى يملكه المديرين .

ولتوضيح كيفية تطبيق المعادلة ١٠ ــ ١٤ دعنا نفترض أن عدد الأسهم العادية ١٠٠ ألف سهم ، وأن صافى الربح بعد الضريبة ٨٠٠ ألف جنيه ، وتوزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل ٢٠٠ ألف جنيه . أما توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والتى يبلغ عددها ٥٠ ألف سهم فهو ٤٠٠ ألف جنيه . دعنا نفترض كذلك أن هناك سندات قابلة للتحويل بيعت بقيمتها الاسمية عند الاصدار وتحمل كوبون معدله ١٢٪ ، وأن التحويل بمعدل ١٠ أسهم لكل سند وبسعر تحويل قدره ١٠٠ جنيه . أما القيمة الاسمية الكلية لتلك السندات فهى مليون جنيه . وبالاضافة إلى ذلك هناك اختيار يملكه

المديرين لشراء ٢٠ ألف سهم ، وأن معدل الضريبة على أرباح المنشأة ٤٠٪ . فى ظل هذه المعلومات ستكون ربحية السهم فى ظل التخفيف الكامل للربحية ٧,٠٧ جنيه .

التخفيف الكامل لربحية السهم

$$= \frac{٨٠٠ - ٢٠٠ + ٤٠٠ + (١٠٠٠ \times ١٢٪)(١ - ,٤)}{١٠٠ + ٥٠ + ١٠ + ٢٠}$$

= ٧,٠٧ جنيه

لاحظ أن بسط المعادلة قد أضيف إليه توزيعات الأسهم الممتازة وفوائد السندات القابلة للتحويل (الفائدة الاسمية مطروحاً منها الوفورات الضريبية) . كما يلاحظ أن هناك ١٠ آلاف سهم فى مقام المعادلة ، تمثل عدد الأسهم التى يمكن أن تصدر فى مقابل السندات . كيف ذلك ؟ القيمة الاسمية الكلية للسندات تبلغ مليون جنيه ، وأن تلك السندات صدرت بمعدل تحويل ١٠ أسهم وسعر تحويل للسهم قدره ١٠٠ جنيه ، وهو ما يعنى أن القيمة الاسمية للسند ١٠٠٠ جنيه ، وعدد السندات المصدره ١٠٠٠ سند (١٠٠٠٠٠٠ جنيه ÷ ١٠٠٠ جنيه) . وحيث أن التحويل هو بمعدل ١٠ أسهم لكل سند ، حينئذ يكون عدد الأسهم المتوقع اصدارها مقابل تلك السندات ١٠ آلاف سهم . أما الأسهم الأخرى التى تظهر فى مقام المعادلة وعددها ٢٠ ألف سهم فتمثل الأسهم مقابل الاختيار .

وغنى عن البيان أننا افترضنا أن السعر الجارى للسهم لا يغرى بتنفيذ الاختيار . وإذا ما افترضنا كذلك أن قيمة تحويل السند والسهم الممتاز أقل من القيمة السوقية للسند أو السهم الممتاز ، حينئذ لا يكون هناك محل لتطبيق المعادلة ١٠ ــ ١٢ .

والآن دعنا نفترض أن القيمة السوقية للسهم أصبحت (١٢٥ جنيه) وهى أعلى من سعر السهم فى عقد الاختيار (١٠٠ جنيه) ، ومن ثم فقد قام

المديرين بتنفيذه ، وقامت المنشأة من جانبها باستخدام الحصيلة فى شراء جزء من أسهمها المتداولة فى السوق . دعنا نفترض كذلك أن قيمة التحويل للأسهم الممتازة ــ دون السندات ــ قد فاقت القيمة السوقية للسهم ، وأن المنشأة اشترطت اما تنفيذ التحويل الآن أو سقوط الحق فى ذلك . فى ظل هذه الافتراضات يصبح تطبيق المعادلة ١٠ ــ ١٢ الخاصة بالربحية الأولية أمرا ممكناً .

$$\text{الربحية الأولية} = \frac{٨٠٠ - ٢٠٠ + ٤٠٠}{١٠٠ + ٥٠ + ٤}$$

$$= ٧,٧٩ \text{ جنيه}$$

يبدو أن جميع المتغيرات معروفة عدا أل ٤ آلاف سهم التى تضمنها المقام ، فمن أين جاءت ؟ قام المديرين بتنفيذ الاختيار وحصلوا على ٢٠ ألف سهم ، فى مقابل حصول المنشأة على ٢ مليون جنيه (٢٠ ألف سهم × ١٠٠ جنيه) . ولما كانت القيمة السوقية للسهم ١٢٥ جنيه فإن استخدام الحصيلة فى شراء أسهم من السوق ، يعنى اعادة شراء ١٦٠٠٠ سهم ، ومن ثم يصبح صافى الزيادة ٤ آلاف سهم فقط .

استئجار الأصول :

عندما تستأجر منشأة أصلاً ثابتاً آلة مثلاً ، فإن قيمتها قد لا تظهر ضمن الأصول الثابتة فى الميزانية ، وأن كانت القيمة الايجارية للأصل تخصم من الايرادات فى قائمة الدخل أى تظهر فى الجانب المدين من تلك القائمة . أما إذا اشترت المنشأة ذلك الأصل فسوف يضاف إلى الأصول الثابتة فى الميزانية ، كما تظهر قيمة قسط الاهلاك فى الجانب المدين من قائمة الدخل . وعلى الرغم من أن القوة الايرادية للأصل لا تختلف باختلاف طريقة إقتنائه (استئجار ، أو ملكية) فإن ظهور الأصل (حالة الشراء) أو عدم ظهوره (حالة الاستئجار) فى الميزانية من شأنه أن يؤثر على معدل ربحية الأصول ، أو ما

يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار[٧] . وبالطبع يتوقع أن يأخذ المستثمر ذلك فى الحسبان عند تحليل ربحية المنشأة .

وفى تناولنا لاستئجار الأصول سوف نفرق بين الايجار الرأسمالى ، والايجار التشغيلى . ويقصد بالايجار الرأسمالى Capital Lease ذلك النوع من إيجار الأصول الثابتة ، الذى بمقتضاه يتمتع المستأجر بكافة المزايا الاقتصادية الناجمة عن تشغيل الأصل . وفى الولايات المتحدة يعتبر الايجار رأسمالى إذا نص عقد الايجار على أحد الشروط الآتية (Radcliffe, 1982, P. 562) .

١ ــ انتقال ملكية الأصل إلى المستأجر خلال فترة الاستئجار .
٢ ــ إعطاء المستأجر الحق فى شراء الأصل محل الاستئجار فى تاريخ لاحق ، وذلك بسعر يتفق عليه بين الطرفين .
٣ ــ إمتداد عقد الايجار إلى مده تصل إلى ٧٥٪ أو أكثر من العمر الانتاجى للأصل .
٤ ــ أن تكون القيمة الحالية للايجار السنوى ــ منذ ابرام العقد ــ تزيد عن ٩٠٪ من القيمة السوقية للأصل ، مطروحاً منها قيمة الخصم الضريبى لتشجيع الاستثمار . على أن يكون معدل الخصم هو معدل الفائدة الذى تدفعه المنشأة المستأجرة لو أنها قررت الاقتراض لشراء الأصل ، أو معدل العائد على الاستثمار الذى تحققه المنشأة المؤجرة على الأصل محل عقد الايجار ، أيهما أقل .

ووفقاً للتشريع الأمريكى ينبغى أن تظهر قيمة الأصل محل الايجار الرأسمالى فى الميزانية العمومية ، وذلك فى جانبى الأصول والخصوم . ولكن ماذا لو أن التشريع الضريبى فى الدولة لا يتطلب ذلك ؟ حينئذ ينبغى على المستثمر أن يقوم بنفسه بتعديل الميزانية لتظهر قيمة الأصل المستأجر فى جانبى الأصول والخصوم . ولكن كيف ؟

(٧) كما سيتضح فيما بعد تقضى التشريعات فى بعض الدول بضرورة ظهور الأصل المستأجر ــ فى ظل شروط معينة ــ ضمن الأصول الثابتة فى الميزانية .

دعنا نفترض أن منشأة ما استأجرت آلة لمدة ٨ سنوات بينما عمرها الانتاجى ١٠ سنوات (توفر الشرط الثالث لاعتبار الايجار رأسمالى) ، وتبلغ القيمة السنوية لقسط الايجار ٢٠ ألف جنيه . أما قيمة شراء الآلة فهى ١١٤٣٦٠ جنيه ، غير أن للمنشأة المشترية الحق فى خصم ضريبى لتشجيع الاستثمار قدره ١٠٪ من قيمتها . دعنا نفترض كذلك أن معدل الفائدة على القرض الاضافى الذى يمكن أن تبرمه المنشأة المستأجرة ، لو أنها قررت شراء الآلة يبلغ ٩٪ . وللتيسير سنفترض أنه على الرغم من أن العمر الانتاجى للآلة هو عشر سنوات ، فإنه لا توجد لها قيمة سوقية للخردة فى نهاية العام الثامن من عمرها الانتاجى .

والآن ما هى القيمة التى تظهر فى الميزانية ؟ إذا ما سار المستثمر على نهج التشريع الأمريكى ، حينئذ تتحدد قيمة الآلة التى تظهر فى الميزانية بالقيمة الحالية لدفعات الايجار السنوية ، مخصومة إما بمعدل الفائدة على قرض إضافى تبرمه المنشأة المستأجرة ، أو بمعدل العائد على الاستثمار الذى يحققه المؤجر على الأصل محل عقد الايجار ، أيهما أقل . وبالنسبة لمعدل الفائدة على القرض الاضافى فسبق أن ذكرنا أنه يبلغ ٩٪ ، أما معدل العائد على الاستثمار فى الأصل فنحتاج إلى تقديره . هذا وإذا ما كانت القيمة الحالية لدفعات الايجار المخصومة بأقل المعدلين المشار إليهما أكبر من القيمة السوقية للآلة (١١٤٣٦٠ جنيه) بعد طرح قيمة الخصم الضريبى ، حينئذ تظهر الآلة بقيمتها السوقية .

والآن دعنا نقوم بحساب معدل العائد على الاستثمار فى الأصل محل عقد الايجار ، لمعرفة ما إذا كان أكبر أو أقل من تكلفة الحصول على قرض إضافى . يتمثل معدل العائد على الاستثمار فى معدل العائد الداخلى المحسوب على أساس فترة عقد الايجار . وكما هو معروف يتمثل معدل العائد الداخلى فى المعدل الذى يجعل القيمة الحالية لدفعات الايجار السنوى مساوية للقيمة الصافية للآلة ، أى قيمتها السوقية (١١٤٣٦٠ ألف جنيه) مطروحاً منها الخصم الضريبى (١١٤٣٦٠ × ١٠٪) وهو معدل ما يعادل ١٠٢٩٢٤ جنيه .

$$\text{١٠٢٩٢٤} = \sum_{\text{س} = \text{١}}^{\text{٨}} \text{٢٠٠٠٠} \left(\frac{\text{١}}{\text{١} + \text{م}} \right)^{\text{س}}$$

$$\text{م} = \text{١١٪}$$

وكما هو واضح فإن معدل الفائدة على القرض الاضافى للمنشأة المستأجرة (٩٪) أقل من معدل العائد الذى يحققه المؤجر على الأموال المستثمرة فى الأصل محل عقد الايجار (١١٪) . هذا يعنى استخدام المعدل الأول لايجاد القيمة الحالية لدفعات الايجار السنوية ، والتى سوف يتم مقارنتها مع القيمة السوقية للآلة (١١٤٣٦٠ جنيه) لكى تظهر القيمة الأقل فى الميزانية العمومية[٨] .

$$\text{القيمة الحالية لدفعات الايجار} = \sum_{\text{س} = \text{١}}^{\text{٨}} \text{٢٠٠٠٠} \times \left(\frac{\text{١}}{\text{١} + \text{٠,٩}} \right)^{\text{٨}}$$

$$= \text{١١٠٦٩٦ جنيه}$$

وحيث أن القيمة الحالية لدفعات الايجار (١١٠٦٩٦ جنيه) أقل من القيمة السوقية للآلة (١١٤٣٦٠ جنيه) أى قيمتها قبل الخصم الضريبى ، فسوف يظهر فى جانب الأصول القيمة الأقل أى ١١٠٦٩٦ جنيه تحت مسمى أصول مستأجرة Leased Assets . كما تظهر ذات القيمة فى جانب الخصوم ولكن فى موضعين : ١٨٣٤٠ جنيه تمثل القيمة الحالية لدفعة الايجار التى سوف تستحق خلال عام مخصومة بمعدل ٩٪ (٢٠٠٠٠ × ٩١٧,) وتظهر ضمن الخصوم المتداولة ، أما الباقى وقدره ٩٢٣٥٦ جنيه (١١٠٦٩٦ — ١٨٣٤٠) فيظهر كقرض طويل الأجل ضمن الخصوم غير المتداولة .

ولكن ماذا عن قائمة الدخل ؟ فى ظل الايجار الرأسمالى يعامل الأصل

(٨) القيمة الحالية لدفعات الايجار (١١٠٦٩٦ جنيه) تزيد عن ٩٠٪ من القيمة السوقية للآلة مطروحاً منها قيمة الخصم الضريبى (١٠٢٩٢٤ جنيه) مما يعنى توافر الشرط الرابع لاعتبار الايجار رأسمالى .

المستأجر معاملة الأصل المملوك ، أى يحسب عنه قسط اهلاك (١١٠٦٩٦ ÷ ٨ = ١٣٨٣٧ جنيه) يظهر فى جانب المصروفات فى قائمة الدخل . أما قسط الايجار (٢٠ ألف جنيه) فيقسم إلى قسمين جزء يعتبر فى حكم الفوائد وقدره ٩٩٦٣ جنيه (١١٠٦٩٦ × ٩٪) ويظهر أيضاً فى جانب المصروفات فى قائمة الدخل ، أما الباقى وقدره ١٠٠٣٧ جنيه فيخصم من قيمة القرض (١١٠٦٩٦ ــ ١٠٠٣٧) ليصبح رصيده ١٠٠٦٥٩ جنيه(٩) . ثم يعامل هذا الرصيد بنفس المعاملة السابقة أى أن جزء منه سوف يمثل خصوم متداولة ، والباقى يمثل رصيد القرض طويل الأجل . وفى السنة الثانية تكون قيمة الفوائد ٩٠٥٩ جنيه [(١١٠٦٩٦ ــ ١٠٠٣٧) × ٩٪] أما باقى قيمة قسط الايجار (١٠٩٤١ جنيه) فيخصم من قيمة القرض ... وهكذا .

هذا عن عقد الايجار الرأسمالى . أما عقد الايجار التشغيلى Operating Lease فهو ذلك الذى لا يتوافر فيه أى شرط من شروط الايجار الرأسمالى . ولا تتأثر الميزانية بهذا النوع من العقود ، أما قائمة الدخل فتظهر فيها القيمة الايجارية للأصل ضمن المصروفات التى تخصم من الايرادات قبل حساب الضريبة . وعلى المستثمر أن يتنبه إلى أن القيمة الايجارية للأصل قد لا تكون واضحة فى القائمة ، ولكن عليه أن يتفحص هوامش قائمة الدخل ، وكذا تقرير مراقب الحسابات الذى عادة ما يشير إلى عقود ايجار الأصول بشىء من التفصيل .

الربحية فى حالة السيطرة :

كذلك ينبغى أن يولى المحلل اهتماماً بكيفية حساب الربحية فى حالة سيطرة المنشأة على منشأة أخرى ، من خلال تملك حصة فى رأسمالها . فعندما تمتلك منشأة ما حصة فى رأسمال منشأة أخرى نسبتها ٥٠٪ أو أكثر ، حينئذ يطلق على المنشأة الأولى المنشأة الأم Parent Company أما المنشأة الأخرى فيطلق عليها المنشأة التابعة Subsidiary . أما إذا كانت الحصة المملوكة أقل من ٥٠٪

(٩) يقصد بقيمة القرض الجزء الذى اندرج ضمن الخصوم المتداولة ، مضافاً إليه الجزء الذى يمثل قرضاً طويل الأجل .

فيطلق على المنشأة الثانية المنشأة المنتسبة Affiliated Company . وسواء كانت المنشأة تابعة أو منتسبة ، فإن المعالجة المحاسبية فى قوائم المنشأة الأم ، تسير اما وفقاً لأسلوب حقوق الملكية أو وفقاً لأسلوب التكلفة .

ففى ظل أسلوب حقوق الملكية Equity Method تظهر الحصة المدفوعة تحت بند استثمارات فى رؤوس أموال شركات أخرى ، وذلك فى جانب الأصول فى الميزانية . وفى نهاية كل سنة مالية يضاف إلى قيمة هذا البند حصة المنشأة الأم من أرباح المنشأة المنتسبة أو التابعة ، كما تخصم منها نصيبها من الخسائر أو التوزيعات (Fischer & Jordan, 1987, P. 243) . فلو أن حصة الشركة الأم المدفوعة فى رأس مال الشركة التابعة (أو المنتسبة) ١,٧ مليون جنيه ، وأن حصة المنشأة الأم من أرباح المنشأة التابعة ٥٠٠ ألف جنيه حصلت منها على ٢٠٠ ألف جنيه فى صورة توزيعات ، حينئذ يرتفع رصيد حساب الاستثمارات بقيمة الفرق بين نصيب المنشأة الأم من الأرباح ومن التوزيعات (٣٠٠ ألف جنيه) ليصبح ٢ مليون جنيه[١٠] . كما يظهر النصيب الكامل فى الأرباح (٥٠٠ ألف جنيه) فى الجانب الدائن من قائمة الدخل . أما فى حالة الخسارة فيظهر نصيبها منها فى الجانب المدين من تلك القائمة . هذا مع ملاحظة أن التوزيعات لا تظهر بالمرة فى قائمة الدخل (شحاته ، ١٩٨٧ ، ص ٥٣٥ ، أبو زيد ، ١٩٨٠ ، ص ٢٠٣) .

أما إذا كان أسلوب التكلفة Cost Method هو المتبع فإن الحصة المدفوعة تظهر أيضاً فى جانب الأصول تحت بند حساب استثمارات فى رؤوس أموال شركات أخرى ، غير نصيب المنشأة الأم فى الأرباح أو الخسائر فلا يتأثر به هذا الحساب . أما نصيبها من التوزيعات فيظهر فى الجانب الدائن فى قائمة الدخل (شحاته ، ١٩٨٧ ، ص ٥٣٣ ، أبو زيد ، ١٩٨٠ ، ص ٢٠٣) .

ولعل القارىء قد تنبه إلى مخاطر تحليل القوائم المالية إذا ما كان المستثمر غير

---

(١٠) أضيف إلى الحصة الأصلية (١,٧ مليون جنيه) نصيب المنشأة الأم من الأرباح (٥٠٠ ألف جنيه) وخصم منها نصيبها من التوزيعات (٢٠٠ ألف جنيه) .

مدرك للأسلوب الذى على أساسه تعد تلك القوائم . ففى ظل أسلوب حقوق الملكية يكون رصيد حساب الاستثمارات فى رؤوس أموال شركات أخرى أكبر من مثيله فى حالة استخدام أسلوب التكلفة ، وذلك بمقدار الفرق بين نصيب المنشأة الأم فى الأرباح ونصيبها فى التوزيعات . أما فى حالة الخسارة فلا تتأثر بها الميزانية فى ظل أسلوب التكلفة ، بينما تخصم قيمتها بالكامل من رصيد حساب الاستثمارات المنشأة الأم فى ظل أسلوب حقوق الملكية .

كذلك على المستثمر أن يتنبه لشىء آخر . هو أن قائمة الدخل فى ظل أسلوب حقوق الملكية يتضمن نصيب المنشأة الأم من الأرباح سواء الموزع منها أو المحتجز ، أما فى ظل أسلوب التكلفة فلا يظهر فى قائمة الدخل سوى نصيب المنشأة الأم من الأرباح الموزعة . كذلك عليه أن ينتبه إلى أن الخسائر التى تمنى بها المنشأة التابعة أو المنتسبة لا تتأثر بها قائمة الدخل فى ظل أسلوب التكلفة ، أما فى ظل أسلوب حقوق الملكية فتدرج تلك الخسائر فى الجانب المدين من تلك القائمة . وبصرف النظر عن الأسلوب المتبع فإن على المستثمر أن يدرك أن الأرباح المتولدة من ملكية شركات أخرى هى أرباح لا تتولد عن عمليات المنشأة ، ولهذا أهمية على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل التاسع .

هذا وفى حالات عديدة لا تظهر أرباح وخسائر المنشآت التابعة أو المنتسبة بشكل واضح فى القوائم المالية للمنشأة الأم ، وحينئذ يصبح لزاماً على المحلل أن يراجع الهوامش المدونة أسفل تلك القوائم ، وذلك إلى جانب تقرير مراقب الحسابات (Huang & Randall, 1987, P. 218) ، وذلك سواء كان الأسلوب المتبع هو أسلوب التكلفة أو حقوق الملكية .

تأثير التضخم والكساد :

بسبب الالتزام بالقواعد المحاسبية التى تقضى بتسجيل قيمة الأصول على أساس قيمتها التاريخية ، فإن من شأن التضخم والكساد أن يؤدى إلى ظهور القوائم المالية فى صورة غير حقيقية . ولمواجهة تلك المشكلة يصبح لزاماً على

المستثمر أو المحلل أن يجرى تعديلاً على تلك القوائم ، حتى يمكن له مقارنة نتائج التحليل المالى فى سنة ما مع سنوات سابقة . وهذا بالطبع يحتاج إلى جهد ومعلومات اضافية (هندى ، ١٩٩١ ، ص ٩٧) .

هذه بعض الأمثلة على المشكلات التى يمكن أن يواجهها المستثمر ، الذى يسعى إلى تحليل المركز المالى لمنشأة ما من خلال قوائمها المالية . وهناك بالطبع مشكلات أخرى موروثة فى تلك القوائم من بينها أن الميزانية العمومية تمثل المركز المالى للمنشأة فى لحظة معينة ، ومن ثم فإنها لا تعكس التغيرات التى حدثت فى بنودها من لحظة إلى أخرى . هذا اضافة إلى إمكانية قيام الادارة عن عمد بإجراء بعض التعاملات قبيل اقفال الحسابات يكون من شأنها التأثير على المركز المالى للمنشأة .

تقيم جودة القوائم المالية :

من بين أهم المعلومات التى يهتم بها القائمين على تحليل الأوراق المالية Security Analysis هى الربحية الكلية ، وربحية السهم . وفى هذا الصدد يشير سيقل (Siegel, 1982) إلى ثلاث مؤشرات ـــ إذا توافرت ـــ إنخفضت الثقة فى أرقام الربحية المستخرجة من القوائم المالية . وتتمثل تلك المؤشرات فى :

١ ـــ تفضيل المنشأة للاجراءات المحاسبية التى من شأنها أن تؤدى إلى تعظيم الربحية أو تخفيض التكاليف .

٢ ـــ قيام الادارة بإتخاذ قرارات غير موضوعية فى شأن زيادة المصروفات أو خفضها . ومن الأمثلة على ذلك تأجيل إحلال أصول متقادمة ، وتأجيل برامج الصيانة والاصلاح ، واقتطاع جزء من مصروفات الاعلان والترويج ، وضغط ميزانية البحوث والتطوير .

٣ ـــ إذا كان نشاط المنشأة الذى تعكسه القوائم المالية يتأثر بالدورات التجارية ، أو أن الجانب الأكبر من العائد جاء من أنشطة تمارسها المنشأة فى دول أجنبية . أو أن نشاط المنشأة عرضه لتشريعات حكومية مثل

تشريعات حماية البيئة أو تشريعات خاصة بتوفير الأمان كما هو الحال فى منشآت صناعة السيارات ، ففى مثل هذه الظروف قد تكون المعلومات التاريخية ــ التى تتضمنها القوائم المالية ــ عديمة الجدوى .

ويقترح هيوانج وروندال (Huange & Randall, 1987, P. 225) ضرورة قيام المحلل بفحص تقرير المراقب المالى ، فربما يجد فيه ما يفيد فى الحكم على مدى إمكانية الاعتماد على أرقام الربحية المستخرجة من القوائم المالية للمنشأة . كما يقترحان كذلك قيامه بمزيد من التحليل لظروف المنشأة ، وعلى الأخص بالنسبة للأمور التالية (١) مدى تماثل سمات المنشأة محل التحليل مع سمات الصناعة التى تنتمى إليها ، (٢) إتجاه المبيعات ، والأرباح ، والتوزيعات ، (٣) ظروف العمليات مثل عمر المصانع والطاقة المستغلة ، وجودة المنتجات ومستوى أسعارها ، وحصة المنشأة فى السوق مقارنة بالمنشآت المنافسة ، وحجم الاستثمار فى البحوث والتطوير ، وكذا مدى كفاءة المنشأة فى تطوير المنتجات أو العمليات ، ومستوى كفاءة الادارة العليا ، ومعدل دوران العمالة ، والمشكلات العمالية .

الخلاصـــة :

يعتبر تحليل المركز المالى للمنشأة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التى يحتمل أن تواجهها المنشأة فى المستقبل ، والتى يعرض لها الفصل الحادى عشر . أما أدوات التحليل التى يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل فى القوائم المالية المقارنة ، وقائمة الوارد والاستخدامات ، والنسب المالية ، والنموذج التشخيصى لتحليل الربحية ، ثم تحليل المخاطر . وينبه المؤلف إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالى ينبغى أن تؤخذ بحذر ، لأسباب كثيرة من أهمها : تباين الاجراءات المحاسبية التى يمكن اتباعها عند اعداد القوائم المالية التى تمثل الأساس لهذا التحليل ، وأن البيانات التى تتضمنها تلك القوائم هى بيانات تاريخية فى حين أن التاريخ لا يعيد نفسه بالضرورة .

الفصل الحادى عشر
التحليل الأساسى :
تقدير الربحية المستقبلية والقيمة الحقيقية للسهم

تناول الفصل العاشر الشق الأول من تحليل ظروف المنشأة ونقصد بذلك تحليل مركزها المالى ، الذى تضمن ـــ إلى جانب أمور أخرى ـــ تحليلاً للربحية التاريخية من خلال القوائم المالية . وفى هذا الفصل ننتقل بالقارىء بعيداً عن التحليل التاريخى ، لنتناول الشق الثانى من تحليل ظروف المنشأة الذى يهدف إلى تحليل الربحية المستقبلية ، باعتبارها متغيراً أساسياً تتحدد على ضوئه القيمة الحقيقية للسهم الذى تصدره المنشأة ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السادس .

وعلى ضوء هذا الهدف سيتم تناول محتويات هذا الفصل فى خمسة أقسام . فى القسم الأول نعرض لمفهوم نمو الربحية ، يتبعه القسم الثانى الذى يعرض لتحليل معدل العائد على حقوق الملكية باعتباره عاملاً متحكماً فى معدل هذا النمو ، فالقسم الثالث الذى يتناول تحليل الربحية الحالية ، تمهيداً للتنبؤ بما ستكون عليه تلك الربحية فى المستقبل وهو ما سوف يخصص له القسم الرابع . وبالطبع لا يعتبر تقدير الربحية المستقبلة هو نهاية المطاف ، إذ ينبغى استخدامها كأساس لتقدير القيمة الحقيقية للسهم وهو ما سوف يكرس له القسم الخامس .

مفهوم الربحية :

يهتم المستثمرين اهتماماً خاصاً بالربحية المتوقعة للمنشأة وعلى الأخص ربحية السهم ، على أساس أن النمو فى تلك الربحية عادة ما يصحبه زيادة فيما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات . غير أن على المستثمر أن يفرق بين نوعين من النمو : النمو الدورى Cyclical Recovery وهو نمو طارىء فى ربحية السهم

يصحب خروج اقتصاد الدولة من حالة كساد وعادة ما يستمر لسنوات قليلة ، وهناك النمو الدائم Long-term Growth Potential الذى يمثل اتجاهاً مستمراً لعدد من السنوات ويتوقع أن يدوم فى المستقبل . ويشير هيوانج ورندال (Huang & Randall, 1987, P. 240) إلى ضرورة أن يكون المستثمر قادراً على التمييز بين هذين النوعين من النمو . ذلك أن النمو الدائم هو الأساس ، أما النمو الدورى فلن يلبث أن يزول بدخول الاقتصاد فى دورة كساد أخرى . ويصور شكل ١١ ــ ١ ثلاثة نماذج مختلفة من النمو[١] .

فالشكل أ يصور منشأة تحقق فقط الربحية الدورية ، إذ ترتفع ربحية السهم مع الرواج وتنخفض مع الكساد ، أما معدل الربحية الذاتية الذى له صفة الدوام فيساوى صفر . أما الشكل ب فيمثل منشأة تحقق نمواً دائماً ومضطرداً فى ربحية السهم فى الوقت الذى لا تتأثر فيه تلك الربحية بالدورات التجارية ، ويطلق على هذا النوع من المنشآت بالمنشآت الدفاعية Defensive Firms . ومن أمثلتها منشآت الخدمة العامة كالمياه والكهرباء ومنشآت البقالة . وأخيراً فإن الشكل حـ يمثل حالة منشأة تحقق نمواً دائماً ومضطرداً فى ربحية السهم ، غير أن تلك الربحية تتأثر أيضاً ارتفاعاً وانخفاضاً بالدورات التجارية . ويطلق على هذا النوع من المنشآت بالمنشآت الدورية Cyclical Firms . ومن المتوقع بالطبع أن يكون النمو للسواد الأعظم من المنشآت مماثل لما يوضحه شكل حـ .

وإذا ما أدرك المستثمر الفرق بين النمو الدائم والنمو الدورى ، فإن عليه أن يركز اهتمامه على النمو الدائم فى ربحية السهم ، ثم يجرى عليه بعض التعديل ليستوعب الصعود والهبوط الذى تسببه الدورات التجارية . ويطلق هيوانج ورندال (P. 240) على الربحية المعدلة للسهم ــ فى هذه الحالة ــ بالقوة الايرادية القياسية (Normal Earning Power (NEP للسهم طوال دورة

---

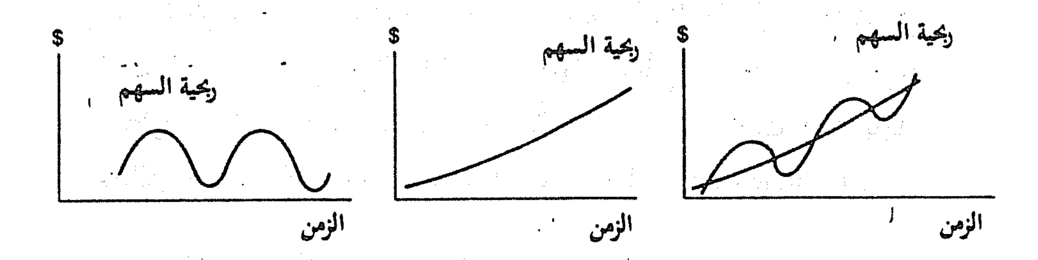
(١) سوف يستخدم اصطلاح المستثمر واصطلاح المحلل ليعنيان شيئاً واحداً ، وذلك على الرغم من أن مفهوم المحلل أوسع بكثير إذ يتضمن أيضاً المحللين المحترفين الذين يقدمون خدماتهم للمستثمرين .

الكساد ، وذلك على النحو الموضح فى شكل ١١ ـــ ٢ . وكما هو ملاحظ تختلف القوة الايرادية القياسية من دورة إلى أخرى .

ولا ينبغى أن يقتصر اهتمام المستثمر على التمييز بين الربحية التى مصدرها الدورات التجارية وتلك التى مصدرها نمو ذاتى مضطرد ، بل عليه أيضاً أن يميز بين النمو الداخلى والنمو الخارجى . فالنمو الداخلى Internal Growth فى الربحية مصدره التوسع فى الاستثمار فى أصول المنشأة ، أما النمو الخارجى External Growth فى الربحية فمصدره الاستثمار عن طريق امتلاك منشأة أخرى أو جزء منها Acquisition وهو ما سبقت الاشارة إليه فى الفصل العاشر .

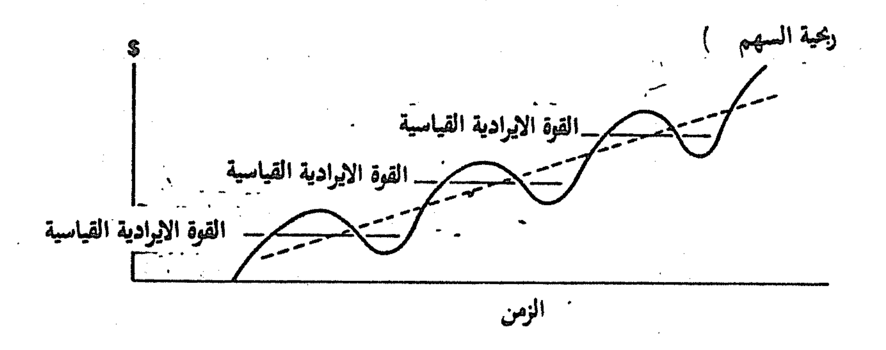
شكل ١١ ـــ ١

نماذج نمو ربحية السهم



شكل ١١ ـــ ٢

القوة الايرادية القياسية



وبالطبع يتطلب النمو الداخلى وقتاً أطول ، غير أن النمو الخارجى ينطوى أيضاً على قدر أكبر من المخاطر . ولقد كشف تقرير لمجلة أسبوع الأعمال (Business Week, 1985) عن فشل حالة من بين كل ثلاث حالات اندماج Merger فى الولايات المتحدة خلال النصف الأول من الثمانينات . وهذا يعنى أن على المستثمر أن يتعرف على سياسة النمو التى تتبعها المنشأة ، وما إذا كانت تعتمد على مقومات داخلية أو تقوم على امتلاك وحدات انتاجية لمنشآت أخرى ، وذلك طالما أن الاستثمار فى أسهم المنشأة التى تعتمد على سياسة النمو الداخلى ينطوى على مخاطر أقل مقارنة بالاستثمار فى أسهم المنشأة التى تعتمد على سياسة النمو الخارجى . ويضيف ريلى (Reilly, 1985, P. 424) أن النمو الداخلى يعد مؤشراً على مقدرة الادارة العليا على اتخاذ القرارات الاستثمارية التى يزيد فيها معدل العائد المتولد عن تكلفة الأموال . ويقترح أن يقوم المستثمر بدراسة تاريخية عبر منشآت الصناعة ، وتوجيه الاستثمارات إلى المنشآت التى ثبتت كفاءتها ، من خلال قيامها باحتجاز أرباح استخدمت فى تمويل استثمارات حققت عائداً يفوق تكلفة الأموال التى استخدمت فى تمويلها . ويطلق على هذا النوع من المنشآت بالمنشآت المتنامية Growing Firms .

هذا وقبل أن نختتم هذا القسم قد يكون من الملائم الاشارة إلى أن نمو ربحية المنشأة ليس مرادفاً ــ بالضرورة ــ لنمو السهم العادى لتلك المنشأة . وفى هذا الصدد يشير ريلى (Reilly, 1985, PP. 424-427) إلى أربعة أنواع من الأسهم العادية : أسهم متنامية ، وأسهم دفاعية ، وأسهم دورية ، وأسهم مضاربة . ويقصد بالأسهم المتنامية Growth Stocks تلك التى يحقق الاستثمار فيها عائداً متميزاً ، مقارنة بأسهم أخرى تتساوى معها من حيث المخاطر . فالقيمة السوقية للسهم المتنامى تكون أقل من قيمته الحقيقية ، فى الوقت الذى يتوقع فيه أن ترتفع تلك القيمة مستقبلاً لتقترب من القيمة الحقيقية التى تعكس حجم العائد والمخاطر . وهنا قد يسأل القارىء . كيف يمكن أن تكون القيمة السوقية مختلفة عن القيمة الحقيقية ، خاصة وأننا نفترض دائماً أن السوق كفء ؟

تكمن الاجابة فى أن كفاءة السوق غير تامة ، بما يعنى أن هناك إحتمال كبير بأن توجد أسهم تباع بسعر أقل مما ينبغى ، وأخرى تباع بسعر مغال فيه (Fama, 1970) وذلك لبعض الوقت على الأقل .

وإذا ما أدرك القارىء أن المنشأة المتنامية Growth Firm يقصد بها تلك التى تحقق معدل نمو مرتفع للربحية ، نتيجة لقدرتها على إعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل للعائد يفوق معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، لاتضح له أن مفهوم السهم المتنامى لا يرتبط بأى حال بمفهوم المنشأة المتنامية . وإذا لم يتفهم المستثمر ذلك فإنه قد يشترى السهم بسعر يفوق قيمته الحقيقية Inflated Price مما قد يعرضه لخسائر رأسمالية مستقبلاً .

أما السهم الدفاعى Defensive Stock فهو لا يختلف فى مفهومه عن المنشأة الدفاعية Defensive Firm الذى سبقت الإشارة إليها . ذلك أنه يقصد به السهم الذى لا يتوقع أن يتعرض عائده للانخفاض فى فترات الكساد ، بل وقد يحقق معدلاً للعائد يفوق معدل عائد السوق Market Return . وهذا المفهوم يتسق مع مفهوم آخر للسهم الدفاعى مؤداه أنه السهم الذى يكون حجم المخاطر المنتظمة لعائده Systematic Risk أقل من حجم المخاطر المنتظمة لعائد السوق . ومن الأمثلة على ذلك أسهم منشآت الأدوية ، والبقالة ، والخدمات العامة .

وبالنسبة للسهم الدورى Cyclical Stock فيقصد به ذلك السهم الذى يتعرض عائده للتقلب بمعدل يماثل أو يزيد عن معدل التقلب فى عائد السوق ، بما يعنى أن حجم المخاطر المنتظمة له قد تفوق حجم مخاطر السوق . وعلى الرغم من أن هذا المفهوم ينطبق — إلى حد كبير — على المنشآت الدورية Cyclical Firms ، فإن هذا لا يعنى أن مفهوم السهم الدورى يرتبط فقط بتلك المنشآت . ذلك أن هناك من الأدلة ما يؤكد على وجود منشآت متنامية تتعرض أسعار أسهمها — وبالتالى العائد المتولد عن تلك الأسهم — للتقلب بمعدل يفوق معدل التقلب فى عائد السوق (Malkiel, 1963) .

وأخيراً فإن أسهم المضاربة Speculative Stocks هى تلك التى يكون فيها الاحتمال كبير أن تحقق عائداً منخفضاً أو سالباً خلال فترة معينة ، فى الوقت الذى يكون فيه الاحتمال ضئيل فى تحقيق عائد عادى أو متميز . وفى هذا الصدد يوجد نوعين من الأسهم المضاربة : النوع الأول يرتبط بمفهوم المنشأة المضاربة Speculative Firm التى تكون فرصتها فى تحقيق الأرباح ضئيلة بينما فرص تعرضها للخسائر كبيرة . ومن أمثلتها المنشآت التى تعمل فى مجال التنقيب عن الثروات الطبيعية . أما النوع الثانى من أسهم المضاربة فيقوم على مفهوم عكسى لمفهوم السهم المتنامى ، ويقصد به ذلك السهم الذى يباع بسعر أكبر من قيمته الحقيقية ، فى الوقت الذى يتوقع أن تنخفض فيه قيمته السوقية لتصل إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية . وكما يبدو فإن مشترى هذا النوع من الأسهم يكون عرضه لمخاطر كبيرة ، إذ قد تتضاءل فرصته فى بيع السهم بالقيمة التى سبق أن اشتراه بها .

تحليل العائد على حقوق الملكية[٢] :

ترجع أهمية تحليل معدل العائد على حقوق الملكية إلى أنه متغير أساسى فى تقدير معدل نمو الربحية التى يحصل عليها المستثمر أى ربحية السهم ، وذلك على النحو الذى توضحه المعادلة ١١ ــ ١ .

$$\text{معدل نمو ربحية السهم} = \text{ع م} \times \text{ح} \qquad (\text{١١ ــ ١})$$

$$\text{أو} \quad = \text{ع م} \times (\text{١} - \text{ع}) \qquad (\text{١١ ــ ١ أ})$$

$$= \text{ع م} \, (\text{١} - \frac{\text{ت}}{\text{ر}}) \qquad (\text{١١ ــ ١ ب})$$

حيث ع م تمثل معدل العائد على حقوق الملكية ، ح تمثل معدل احتجاز

(٢) يقصد بمعدل العائد على حقوق الملكية فى هذا الصدد العائد على الاستثمار فى الأسهم العادية . ويتم حسابه بطرح توزيعات الأسهم الممتازة من صافى الربح بعد الضريبة ، ثم قسمة الناتج على حقوق الملكية أى حقوق حملة الأسهم العادية .

الأرباح ، ع تمثل نسبة الأرباح الموزعة ، ت تمثل الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية . أما ر فتمثل صافى الربح المتاح لحملة الأسهم العادية .

وبالطبع تتحدد نسبة الأرباح المحتجزة (ح) وهى الشق الثانى فى المعادلة ١١ ـــ ١ بقرار من إدارة المنشأة ، التى عادة ما تميل إلى احتجاز الأرباح عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد الذى يطلبه الملاك[٣] . أما بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية (ع م) وهى الشق الأول فى المعادلة المذكورة ، فيتأثر بعدد من المتغيرات التى ينبغى أن يوليها المحلل قدر من الاهتمام ، وتتمثل تلك المتغيرات فى معدل دوران حقوق الملكية ، وهامش صافى الربح ، وهو ما توضحه المعادلة ١١ ـــ ٢ :

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{صافى الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} \qquad (\text{١١ ـــ ٢})$$

$$= \text{معدل دوران حقوق الملكية} \times \text{هامش صافى الربح} \qquad (\text{١١ ـــ ٢ أ})$$

ويمكن إعادة صياغة المعادلة ١١ ـــ ٢ فى صورة أخرى على النحو التالى :

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{صافى الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} \qquad (\text{١١ ـــ ٣})$$

ويمكن النظر إلى نسبة الأصول إلى حقوق الملكية على أنها مؤشر لحجم الرفع المالى ، أى مؤشر للمدى الذى ذهبت إليه المنشأة فى الاعتماد على الأموال

(٣) فى نظرية التمويل لا يعتبر حملة الأسهم الممتازة ملاكاً حقيقيين ، وعليه فإن اصطلاح ملاك المنشأة يقصد به حملة الأسهم العادية فقط .

المقترضة فى تمويل الأصول . فطالما أن الأصول يتم تمويلها إما من الأموال المقترضة أو من حقوق الملكية ، فإن ارتفاع النسبة المذكورة يعنى إعتماداً أكبر على الأموال المقترضة فى تمويل الأصول .

ويمكن قراءة المعادلة ١١ ــ ٣ على النحو التالى : تستطيع المنشأة زيادة معدل العائد على حقوق الملكية ، إذا ما أمكنها (١) تعديل الهيكل المالى من خلال زيادة نسبة الأموال المقترضة (الشق الأول من المعادلة) على فرض أن معدل العائد على الاستثمار أعلى من معدل تكلفة الأموال (٢) زيادة كفاءة الأصول أى قدرتها على توليد المبيعات (الشق الثانى من المعادلة) (٣) زيادة هامش صافى الربح إما بتخفيض التكاليف أو بزيادة أسعار المنتجات (الشق الثالث من المعادلة) . وبالطبع يفضل المحلل (المستثمر) أن تكون الزيادة فى معدل العائد على حقوق الملكية ناجمة عن زيادة فى كفاءة الأصول أو زيادة فى هامش صافى الربح من خلال تخفيض التكاليف . أما زيادة المعدل من خلال زيادة نسبة الأموال المقترضة فينبغى أن يؤخذ بقدر من الحذر . حقاً إن لزيادة الأموال المقترضة آثاراً إيجابية تتمثل فى الوفورات الضريبية للفوائد ، إضافة إلى إمكانية استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يفوق تكلفة الحصول عليها ، إلا أنه قد يصحب زيادة الاقتراض زيادة كبيرة فى المخاطر التى تتعرض لها المنشأة مما قد ينتهى بها إلى الإفلاس .

ويقدم ريلى (Reilly, 1985, P. 321) معادلة بديلة لتحليل العائد على حقوق الملكية هى المعادلة ١١ ــ ٤ ، وذلك على أساس أنها تُفَرقْ بين مصدرين للتأثير على معدل العائد على حقوق الملكية : مصدر يرتبط بعمليات المنشأة Operating Factor ويقصد به معدل العائد على الاستثمار ، أما المصدر الثانى فلا علاقة له بعمليات المنشأة Nonoperating Factor وهو مؤشر الرفع المالى الذى يرتبط بالهيكل المالى ، وبالتحديد بمدى الاعتماد على الأموال المقترضة فى التمويل .

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافى الربح قبل الضريبة}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} (\text{١} - \text{معدل الضريبة})$$

(١١ ــ ٤)

وللمعادلة ١١ ــ ٤ صورة مبسطة هى تلك الموضحة بالمعادلة ١١ ــ ٤ أ .

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافى الربح قبل الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} (\text{١} - \text{معدل الضريبة})$$

(١١ ــ ٤ أ)

ويمثل الشق الأول والشق الثانى من الطرف الأيسر للمعادلة ١١ ــ ٤ معدل العائد على الاستثمار ، الذى يكشف عن التأثير الذى تحدثه العمليات على العائد على حقوق الملكية[٤] . أما الشق الثالث فهو مؤشر الرفع المالى الذى يعكس مساهمة الهيكل المالى فى تحقيق العائد على حقوق الملكية . وأخيراً يمثل الشق الرابع تأثير النظام الضريبى .

ولا تختلف مكونات المعادلة ١١ ــ ٤ اختلافاً جوهرياً عن المعادلة ١١ ــ ٣ . فالتغير فى معدل العائد على حقوق الملكية ينشأ إما من تغير فى هامش صافى الربح ، أو فى معدل دوران الأصول ، أو فى معدل دوران حقوق الملكية . أما الذى أضافته المعادلة ١١ ــ ٤ فهو معدل الضريبة على أرباح المنشأة ، الذى لا يخضع لسيطرة الادارة . وكما سبقت الاشارة يفضل المحلل (المستثمر) أن يكون التغير الايجابى فى معدل العائد على حقوق الملكية مرجعه هامش صافى الربح أو معدل دوران الأصول أو هما معاً .

(٤) لا يعتقد المؤلف فى أن الشقين الأول والثانى يعكسان مساهمة عمليات المنشأة فى تحقيق العائد على حقوق الملكية ، ذلك أن بسط الشق الأول قد خصم منه الفوائد التى لا علاقة لها بالمرة بالعمليات ، إذ هى نتاج للتشكيلة المكونة للهيكل المالى (هندى ، ١٩٨٥) .

ويقدم تشاندلر (Chandler, 1979, PP. 47-52) معادلة بديلة لمعدل العائد على حقوق الملكية[٥] ، هى المعادلة ١١ ــ ٥ .

معدل العائد على حقوق الملكية = معدل العائد على الاستثمار

+ (معدل العائد على الاستثمار − معدل تكلفة الأموال)

$\times$ $\frac{\text{الأموال المقترضة}}{\text{الأموال المملوكة}}$ (١١ ــ ٥)

ويقصد بمعدل العائد على الاستثمار (الشق الأول من المعادلة) المعدل المحسوب قبل الفوائد والضريبة ، ومن ثم فإنه يعد مقياساً أدق لمساهمة العمليات فى تحقيق العائد على حقوق الملكية ، وذلك بالمقارنة مع الشق الأول والثانى من الطرف الأيسر فى المعادلة ١١ ــ ٤ (صافى الربح قبل الضريبة إلى مجموع الأصول) . أما الشق الثانى فيقيس عائد الرفع المالى . مع ملاحظة أن نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة تمثل معامل الرفع المالى Financial Leverage Cefficient .

ويمكن بالطبع أن يعبر عن الشق الأول فى المعادلة ١١ ــ ٥ أى معدل العائد على الاستثمار على النحو التالى :

معدل العائد على الاستثمار = $\frac{\text{صافى الربح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{المبيعات}}$ $\times$ $\frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}}$

(١١ ــ ٦)

= هامش الربح قبل الفوائد والضريبة $\times$ معدل دوران الأصول (١١ ــ ٦ أ)

هذا ويمكن قراءة المعادلة ١١ ــ ٥ ومعها المعادلة ١١ ــ ٦ على النحو

(٥) للمزيد من التفصيل عن المعادلة ١١ ــ ٥ يمكن الرجوع إلى كتاب الادارة المالية : مدخل تحليلى معاصر للمؤلف .

التالى : يتأثر معدل العائد على حقوق الملكية بالكفاءة فى توليد الأرباح من الأصول والتى يقيسها معدل العائد على الاستثمار (هامش صافى الربح قبل الفوائد والضريبة × معدل دوران الأصول) ، إضافة إلى تأثره بالكفاءة فى توليد الأرباح من الهيكل المالى والتى تتحدد على ضوء متغيرات الشق الثانى للمعادلة (معدل العائد على الاستثمار ، ومتوسط تكلفة الأموال ، ومعامل الرفع المالى) .

وبالطبع يفضل المحلل (المستثمر) أن يكون التحسن فى المعدل مصدره مكونات معدل العائد على الاستثمار . ذلك أن انخفاض تكلفة الأموال (وهو شق أساسى فى المعادلة ١١ ــ ٥) لا يرجع بالضرورة إلى كفاءة الإدارة فى التفاوض مع مصادر التمويل بل قد يرجع إلى السياسة المالية التى تتبعها الحكومة ، والتى لها أثرها على معدل الفائدة الذى تدفعه المنشأة ، وهو ما ينبغى أن يوليه المحلل اهتمامه . كذلك فإن التحسن الناجم عن زيادة معامل الرفع المالى قد يصحبه زيادة كبيرة فى المخاطر التى تتعرض لها المنشأة ، بل وقد تؤدى إلى خروجها كلية من السوق . وبالطبع يمكن للمحلل أن يجرى تحليلاً تاريخياً لمكونات معدل العائد على حقوق الملكية ، بهدف تشخيص المكونات ذات التأثير الأكبر عبر الزمن .

تحليل الربحية الحالية للسهم :

قبل أن نشرع فى التنبؤ بربحية السهم فى المستقبل ، يقتضى الأمر تحليل ربحية السهم عن السنة الحالية وذلك بمجرد انتهائها[٦] . وفى هذا الصدد يقدم رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 510) اطاراً شاملاً لهذا النوع من التحليل يقوم أساساً على المعادلة ١١ ــ ١ التى أعيد صياغتها بالمعادلة ١١ ــ ٧ .

---

(٦) يمكن إجراء التحليل قبيل انتهاء السنة المالية أو إجراؤه عن سنة مقبله ، وفى الحالة الأخيرة تكون قيمة المتغيرات $ع_١$ ، $أ_١$ ، $ص_١$ ، $م_١$ ، $ق_١$ ، فى المعادلة ١١ ــ ٧ تقديرية .

$$\text{و}_1 = \left(\text{ع}_1/\text{أ}_1 \div \text{ع}/\text{أ}\right) \times \left(\text{ص}_1/\text{ع}_1 \div \text{ص}/\text{ع}\right) \times \left(\text{أ}_1/\text{م}_1 \div \text{أ}/\text{م}\right) \times \left(\text{ق}_1/\text{ق}\right) - ١ \qquad (١١ — ٧)$$

حيث و_1 تمثل نمو ربحية السهم عن السنة الحالية ، ع تمثل حجم المبيعات فى السنة الماضية ، ع_1 تمثل حجم المبيعات فى السنة الحالية . أ ، أ_1 تمثلان حجم الأصول فى نهاية السنة الماضية ونهاية السنة الحالية على التوالى . ص ، ص_1 تمثلان صافى الربح فى نهاية السنة الماضية ونهاية السنة الحالية . م ، م_1 تمثلان حقوق الملكية فى نهاية السنة الماضية ونهاية السنة الحالية . أما ق ، ق_1 فتمثلان القيمة الدفترية للسهم فى نهاية السنة الماضية ونهاية السنة الحالية ، حيث القيمة الدفترية للسهم تساوى صافى حقوق الملكية لحملة الأسهم العادية مقسومة على عدد الأسهم العادية .

ويقيس الشق الأول فى المعادلة ١١ — ٧ التغير الذى طرأ على قدرة الأصول على توليد المبيعات Sales Generation . بينما يقيس الشق الثانى التغير الذى طرأ على هامش الربح ، والذى يعد مقياساً على قدرة المنشأة على الرقابة على عناصر التكاليف[٧] Expense Control . أما الشق الثالث فيقيس التغير الذى طرأ على سياسة المنشأة بشأن استخدام القروض فى التمويل Debt Utilization . وأخيراً يقيس الشق الرابع التغير الذى طرأ على مساهمة حقوق الملكية فى التمويل Stock Financing .

وبالنسبة للمتغيرين الأول والثانى فإنه إذا كانت قيمة المتغير أكبر من الواحد الصحيح حينئذ تكون مساهمة المتغير فى نمو ربحية السهم إيجابية . أما فيما يتعلق بالمتغير الثالث فإن زيادة قيمته عن الواحد الصحيح تعنى أن له تأثير ايجابى على معدل النمو ، ولكن بشرط أن يكون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل تكلفة الأموال المقترضة . وبالنسبة للمتغير الرابع فإن تأثيره على ربحية السهم

---

(٧) يمكن صياغة الشق الثانى (فى سنة ما) بصورة أخرى تظهر سمة الرقابة على التكاليف ، وتتمثل هذه الصيغة فى [(المبيعات — التكاليف) / المبيعات] وذلك بدلاً من صافى الربح إلى المبيعات .

تختلف باختلاف مصدر التغير الذى طرأ عليه ، أى ما إذا كان نتيجة لزيادة الأسهم المصدرة أو نتيجة لزيادة الأرباح المحتجزة .

فإذا كان التغير فى مساهمة حقوق الملكية مصدره زيادة فى الأرباح المحتجزة ، فإن التأثير على ربحية السهم لابد وأن يكون إيجابياً ، حتى لو ظل معدل العائد على حقوق الملكية دون تغيير ، وهو ما يتمشى مع مضمون المعادلة ١١ ــ ١ التى سبقت الاشارة إليها . أما إذا كان التغير نتيجة لاصدار مزيداً من الأسهم العادية ، فإن إتجاه وحجم التأثير على ربحية السهم سوف يتوقف على التغير الذى طرأ على معدل العائد على حقوق الملكية ، كما يتوقف على السعر الذى بيع به السهم وما إذا كان أعلى أو أقل من قيمته الدفترية . وللوقوف على المحصلة النهائية لهذا التأثير يمكن للمحلل أن يستعين بالمعادلة ١١ ــ ٨ .

$$\text{النسبة المئوية للتغير فى ربحية السهم} = \frac{\text{ن}}{\text{ن} + \text{ن}^{*}} \left[\text{١} + \frac{\text{ن}^{*}}{\text{ن}} \left(\frac{\text{س}}{\text{ق}} \right) \right] \times \frac{\text{ع م}_{\text{١}}}{\text{ع م}} - \text{١} \qquad (\text{١١}-\text{٨})$$

حيث ن تمثل عدد الأسهم القائمة فى أول المدة ، ن^{*} تمثل عدد الأسهم الجديدة ، س تمثل السعر الذى بيع به السهم الجديد ، ق تمثل القيمة الدفترية للسهم فى العام الماضى ، ع م تمثل معدل العائد على حقوق الملكية فى السنة الماضية ، $\text{ع م}_{\text{١}}$ تمثل معدل العائد على حقوق الملكية فى السنة الحالية .

والآن نعود إلى المعادلة ١١ ــ ٧ ونفترض أن المستثمر قام بتطبيقها على بيانات لإحدى المنشآت التى يستثمر فيها أمواله ، وذلك عن السنة المالية التى انتهت فى التو ، أى السنة المالية المنتهية فى ٣٠ /٦ /١٩٩٣ ، حيث ظهرت المعادلة على النحو التالى :

و١٩٩٣ = (١,٠٣) × (١,٤٥) × (,٩٢٦) × (١,٢١) – ١
= ,٦٧٣ = ٦٧,٣٪

هذا يعنى أن المنشأة حققت معدلاً للنمو فى ربحية السهم خلال تلك السنة قدره ٦٧,٣٪ . غير أنها تعنى كذلك أن النمو قد تحقق أساساً من تحسن فى هامش الربح قدره ٤٥٪ (١,٤٥ ــ ١ = ,٤٥) وتحسناً آخر فى القيمة الدفترية للسهم قدره ٢١٪ مقارنة بالسنة المالية المنتهية فى ٣٠ /٦/ ١٩٩٢ . أما التحسن فى ربحية السهم الناجمة عن التحسن فى قدرة الأصول على توليد المبيعات فكان ضئيلاً إذ بلغ ٣٪ فقط . وخلافاً لذلك كان تأثير التغير فى استخدام الأموال المقترضة على ربحية السهم سالباً ، إذ بلغ ــ ٧,٤٪ (,٩٢٦ – ١ = – ,٠٧٤) وذلك طالما أن قيمتها فى المعادلة تقل عن الواحد الصحيح .

وبالطبع ينبغى على المحلل أن يقارن معدل نمو الربحية الذى تم التوصل إليه بما كان عليه فى الأعوام السابقة ، ومقارنته أيضاً مع متوسط الصناعة . ليس هذا فقط بل عليه أن يتأكد من أن النمو الذى تحقق لا يعزو معظمه إلى أسباب طارئة أو إلى عوامل خارجية على النحو الذى أشير إليه فى القسم الأول من هذا الفصل . كما أن عليه أن يتأكد من أن النمو لا يرجع أساساً إلى التضخم أو إلى إجراءات محاسبية على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل العاشر . مثل هذا التحليل من شأنه أن يساعد فى الوصول إلى تقدير أكثر واقعية لما ستكون عليه ربحية السهم فى المستقبل .

ويقدم إستيب (Estep, 1987) نموذجاً آخر لتحليل ربحية السهم أطلق عليه نموذج ت T - Model توضحه المعادلة ١١ ــ ٩ .

$$\text{الربحية الكلية للسهم} = و + \frac{ع م - و}{د} + \frac{\Delta د}{د}(١ + و) \qquad (١١-٩)$$

حيث و تمثل معدل نمو حقوق الملكية لحملة الأسهم العادية ، ع م تمثل

معدل العائد على حقوق الملكية ، د تمثل القيمة الدفترية للسهم فى أول المدة أى تمثل حقوق حملة الأسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية فى أول المدة . أما △ د فيمثل التغير فى القيمة الدفترية للسهم بين أول المدة وآخر المدة .

ولقد أثبت استيب (PP. 35-36) أن المعادلة المذكورة تتميز بقدر كبير من الدقة بحيث يمكن أن تكون أداة جيدة لتحليل الربحية الحالية للسهم . ليس هذا فقط بل وكشف كذلك (P. 38) عن كيفية استخدامها كأداة للتنبؤ بربحية السهم فى المستقبل ، وذلك على أساس استخدام أرقام تقديرية لمتغيراتها .

ولعل القارىء يدرك أن تحليل الربحية الحالية للسهم يحتاج إلى جهد وصبر وأناه ، إضافة إلى حاجته إلى دراية ومعرفة بكافة النسب المالية التى عرض لها الفصل العاشر . فالأسباب الرئيسية للتغير فى معدل دوران مجموع الأصول يتطلب الاستعانة بكافة معدلات دوران الأصول . وتتبع هامش صافى الربح للحكم على قدرة المنشأة على الرقابة على التكاليف ، يتطلب الاستعانة بكافة نسب الربحية التى تنسب فيها الأرباح إلى المبيعات . كذلك فإن التغير فى مدى الاعتماد على الأموال المقترضة يقتضى أيضاً الاستعانة بكافة نسب الاقتراض وبعض نسب التغطية ، إضافة إلى الاستعانة بتحليل المخاطر وفى مقدمتها مخاطر الرفع المالى . كل هذا إضافة إلى ضرورة الالمام بكيفية تحليل مكونات معدل العائد على حقوق الملكية الذى حظى باهتمام خاص فى القسم الثانى من هذا الفصل .

التنبؤ بربحية السهم :

يعد تحليل الربحية الحالية للسهم مقدمة للتنبؤ بتلك الربحية فى سنوات مقبلة . وفى هذا الصدد سوف نعرض لكيفية التنبؤ بربحية السهم باستخدام مدخل تحليل الاتجاه ، ومدخل تحليل الانحدار نصف اللوغاريتمى وأيضاً تحليل الانحدار المتعدد ، إضافة إلى الاشارة إلى مداخل أخرى أكثر تعقيداً .

١ ــ تحليل الاتجاه كأساس للتنبؤ بنمو ربحية السهم :

يمكن الاستعانة بنماذج تقدير ربحية السهم لاستخدامها فى تحليل إتجاه نمو ربحية السهم فى المستقبل ، وفى هذا الصدد توجد ثلاثة نماذج شائعة الاستخدام (Huang & Randall, 1987, PP. 244-247) . النموذج الأول وتحسب فيه ربحية السهم بضرب القيمة الدفترية للسهم فى معدل العائد على حقوق الملكية .

ربحية السهم = القيمة الدفترية للسهم × عائد حقوق الملكية   (١١ــ١٠)

وفى النموذج الثانى تحسب ربحية السهم بضرب المبيعات لكل سهم فى هامش صافى الربح .

ربحية السهم = المبيعات لكل سهم × هامش صافى الربح   (١١ــ١١)

أما النموذج الثالث ففيه تحسب الربحية بضرب معدل العائد على حقوق الملكية فى نسبة الأرباح المحتجزة ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من هذا الفصل . ونظراً لأن النموذج الثالث قد حظى بقدر لا بأس به من الاهتمام باعتباره الأساس الذى تقوم عليه المعادلة ١١ ــ ٧ ، فإن التركيز سينصرف فى هذا المقام إلى النموذجين الآخرين .

لكى تصلح نماذج قياس ربحية السهم كأساس فى تقدير معدل نمو تلك الربحية فى المستقبل ، لابد أن نجرى عليها بعض التعديل . فمثلاً بالنسبة للمعادلة ١١ ــ ١٠ (النموذج الأول) سوف تعاد صياغتها على النحو الموضح بالمعادلة ١١ ــ ١٢ .

$$\text{معدل نمو ربحية السهم} = \frac{ق_1}{ق} \times \frac{ع م_1}{ع م} - 1 \qquad (١١ــ١٢)$$

حيث ق تمثل القيمة الدفترية للسهم فى سنة ماضية ، $ق_1$ تمثل القيمة الدفترية للسهم فى سنة تالية ، ع م تمثل معدل العائد على حقوق الملكية فى سنة ماضية ، $ع م_1$ تمثل معدل العائد على حقوق الملكية فى سنة تالية .

وسواء تعلق الأمر بالنموذج الأول أو بالنموذج الثانى فإن استخدامهما بصورتهما الجديدة يقتضى توافر بيانات تاريخية عن المتغيرات التى يتكون منها كل نموذج ، وذلك عن فترة زمنية لا تقل عن ٥ سنوات ولا تزيد عن عشر سنوات (Huang & Randall, 1987, P. 247) . وقبول فترة الخمس سنوات كحد أدنى هو لضمان ظهور آثار الدورة التجارية التى ربما تكون قد تعرضت لها المنشأة . ومن ناحية أخرى يخشى إذا طالت الفترة الماضية عن عشر سنوات أن تتأثر البيانات بمتغيرات لم تعد لها أهميتها فى الوقت الراهن .

ولتوضيح كيفية استخدام النموذج الأول (المعادلة ١١ ــ ١٢) فى التنبؤ بإتجاه معدل نمو ربحية السهم . سوف نفترض أن لدينا بيانات تاريخية عن القيمة الدفترية للسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية فى الثمانى سنوات المنتهية فى ٣٠ /٦ /١٩٩٣ . وهو ما يوضحه الصف الأول والصف الثانى فى جدول ١١ ــ ١ .

جدول ١١ ــ ١
تقدير معدل نمو ربحية السهم
باستخدام النموذج الأول

السنة	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	المتوسط (١٩٨٦-١٩٩٣)
ق (جنيه)	٢١ر٥	٢٢ر٨	١٤ر١	٢٧ر٣	٣٠ر٥	٣٥ر٧	٤٠ر٩	٤٨ر٢	
ع م (٪)	١٨ر٢	٢١ر٩	٢٣ر٦	٢٠ر٤	٢١ر٩	٢٠ر٨	٢٢ر٦	٢٣ر٩	٢١ر٧
ق١/ق		١ر٠٦	١ر٠٥٧	١ر١٣٣	١ر١١٧	١ر١٧	١ر١٤٦	١ر١٧٨	١ر١٢٣
ع م١ / ع م		١ر٢٠٣	١ر٠٧٨	ر٨٦٤	١ر٠٧٤	ر٩٥	١ر٠٨٧	١ر٠٥٨	١ر٠٤٥
ق١/ق × ع م١/ع م		١ر٢٧٥	١ر١٣٩	ر٩٧٩	١ر٢٠٠	١ر١٢٢	١ر٢٤٦	١ر٢٤٦	١ر١٧١

يكشف جدول ١١ ــ ١ عن أن متوسط معدل النمو فى ربحية السهم خلال الفترة ١٩٨٦ ــ ١٩٩٣ حيث بلغ ١٧,١٪ تقريباً ، وهو ما يعكس معدلاً للنمو فى العائد على حقوق الملكية متوسطه ٤,٥٪ ، ومعدلاً للنمو فى القيمة الدفترية للسهم متوسطه ١٢,٣٪ . ولكن هل هناك إحتمال لاستمرار هذا المعدل من النمو ؟ وفقاً لهذا الأسلوب ينبغى أن يقوم المحلل بحساب معدل نمو ربحية السهم فى الثلاث أو الأربع سنوات الأخيرة ، حتى يمكنه أن يُكوِن لنفسه فكرة عن احتمالات النمو المستقبلة . وإذا ما قام بالفعل بحساب متوسط معدل نمو ربحية السهم من سنة إلى أخرى خلال الفترة ١٩٩١ ــ ١٩٩٣ سيجده قد بلغ ٢٠,١٪ . وهذا المعدل هو محصلة لنمو فى العائد على حقوق الملكية متوسطه ٣,٢٪ ، ونمو فى القيمة الدفترية للسهم متوسطها ١٦,٥٪ . وحيث أن متوسط معدل النمو فى الثلاث سنوات الأخيرة (٢٠,١٪) يفوق مثيله لفترة الثمانى سنوات (١٧,١٪) ، فإن التقدير المتحفظ يقضى بأن معدل النمو فى المستقبل ربما لن يقل عن ١٧,١٪ ، بل وأن هناك احتمال بأن يزيد عن ذلك .

وبنفس المنطق يمكن تقدير معدل النمو فى ربحية السهم على أساس المعادلة ١١ ــ ١١ (النموذج الثانى) التى ستأخذ فى هذه الحالة الصورة التى تظهر بها فى المعادلة ١١ ــ ١٣ . وتتطلب هذه المعادلة بيانات تاريخية عن كل من المبيعات لكل سهم ، وهامش صافى الربح . أما التطبيق فمماثل تماماً لما تم بشأن المعادلة ١١ ــ ١٢ .

$$\text{معدل نمو ربحية السهم} = \frac{ع_1}{ع} \times \frac{هـ_1}{هـ} - 1 \qquad (11 - 13)$$

حيث ع ، $ع_1$ تمثلان على التوالى المبيعات لكل سهم فى سنة ماضية وسنة تالية . أما هـ ، $هـ_1$ فتمثلان على التوالى هامش صافى الربح فى سنة ماضية وسنة تالية .

وبالطبع قد لا يحتاج المحلل لاستخدام المعادلة ١١ ــ ١٢ أو المعادلة ١١ ــ

١٣ لو توافرت له الربحية التاريخية للسهم ، وهذا ما يوضحه الصف الأول فى جدول ١١ ــ ٢ ، الذى يكشف عن أن النمو من سنة إلى أخرى قد بلغ متوسطه خلال الفترة ١٩٨٦ ــ ١٩٩٣ حوالى ١٢,٧٪ .

وبالطبع يمكن تقدير معدل النمو مباشرة باستخدام جدول الفائدة المركبة الموضح فى جدول ٩ ــ ٢ . ويقتضى ذلك الأسلوب قسمة ربحية السهم فى آخر سنة على مثيلتها فى أول سنة (١٢,٥٤ ÷ ٥,٦٤ = ٢,٢٢) . ثم باستخدام جدول الفائدة المركبة نبحث أمام سبع سنوات (ن ــ ١) عن قيمة قريبة من ٢,٢٢ . وإذا ما حاول القارىء ذلك بنفسه فسوف يجد أن تلك القيمة محصورة بين قيمة ٢,٢١ تحت معدل ١٢٪ ، وقيمة ٢,٣٥ تحت معدل ١٣٪ . وبعملية حسابية بسيطة على نحو ما هو موضح فى جدول ٩ ــ ٣ ، سوف يجد أن متوسط معدل النمو يبلغ ١٢,٠٧٪ . وكما هو واضح تبدو الطريقة الأولى أكثر دقة إذ يحسب المتوسط على أساس كافة البيانات المتاحة ، أما فى الطريقة الثانية ــ التى تستخدم فيها الجداول ــ فإن متوسط النمو يحسب على أساس بيانات أول سنة وآخر سنة فقط ، ومن ثم فقد حدث بعض الاختلاف .

جدول ١١ ــ ٢

التقدير المباشر للنمو فى ربحية السهم*

السنة	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	المتوسط (٨٦ ـ ٩٣)
ربحية السهم	٥ر٦٤	٦ر٧٥	٧ر٣٣	٧ر١٦	٩ر٢٨	٨ر٩٢	١٠ر٤٦	١٢ر٥٤	
معدل النمو		١٩ر٧	٧ر٦	٢ر٣-	٢٩ر٦	٣ر٩-	١٧ر٣	١٩ر٩	١٢ر٧٪

* ربحية السهم بالجنيه

٢ ــ تحليل الانحدار :

يعاب على تحليل الاتجاه أن نتائجه عامة ولا تعطى قيمة محددة لمعدل النمو فى ربحية السهم . لذا يقترح فيشر ورندال (Fischer & Randall, 1987, P. 300) أسلوب الانحدار نصف اللوغاريتمى الذى سبقت الاشارة إليه بالمعادلة ٩ ــ ٤ ، والذى بمقتضاه يمكن الوقوف على معدل النمو فى فترة مستقبلة . غير أن على المحلل أن يتذكر دائماً عيوب ذلك النوع من التحليل ، وفى مقدمتها أنه ــ شأنه فى ذلك شأن تحليل الاتجاه ــ يقوم على بيانات تاريخية بحته ، رغم أن التاريخ قد لا يعيد نفسه فى الكثير من الأحوال . هذا يعنى ضرورة ادخال تعديلات على النتائج التى يتم التوصل إليها ، بما يعكس احتمالات الظروف المستقبلة .

ولتجنب تلك المشكلة ــ إلى جانب مشكلة اعتماد اسلوب الانحدار نصف اللوغاريتمى على متغير مستقل واحد ــ يقترح استخدام تحليل الانحدار المتعدد للتنبؤ بربحية السهم ، وذلك على نحو مماثل لما أشير إليه فى الفصل التاسع بالمعادلتين ٩ ــ ١ ، ٩ ــ ٢ . وفى مقدمة مزايا هذا الأسلوب أنه يقوم على أساس متغيرات محددة ثبت تأثيرها على ربحية السهم ، كما أنه يقوم على تقديرات مستقبلة للمتغيرات المستقلة . وأخيراً هناك أساليب أخرى للتنبؤ بربحية السهم من أهمها شجرة القرارات وتحليل الحساسية . وهذه الأدوات إضافة إلى أنها أكثر تعقيداً ودقة عن سابقتها ، فإنها تقوم على استشراف المستقبل ولا تعتمد على البيانات التاريخية الا فى أضيق الحدود .

تقدير القيمة الحقيقية للسهم :

يهدف التحليل الأساسى للربحية فى نهاية المطاف إلى محاولة الوقوف على القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم . وفى هذا الصدد يوجد نموذجين يعتمد عليهما الأساسيين Fundamentalists فى تقدير تلك القيمة ، ويقصد بها نموذج التوزيعات ونموذج المضاعف .

نموذج التوزيعات :

يقوم نموذج التوزيعات Dividend Model على أن القيمة الحقيقية للسهم ينبغى أن تساوى القيمة الحالية للمكاسب التى يتوقع أن تتولد نتيجة لملكية ذلك السهم ، والتى تتمثل فى التوزيعات المتوقعة على النحو الموضح بالمعادلة ١١ ــ ١٤ .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \frac{\text{ت}_{١}}{(١ + \text{م})^{١}} + \frac{\text{ت}_{٢}}{(١ + \text{م})^{٢}} + \ldots\ldots\ldots + \frac{\text{ت}_{\infty}}{(١ + \text{م})^{\infty}} \qquad (١١ — ١٤)$$

أو :

$$= \sum_{\text{س} = ١}^{\infty} \frac{\text{ت}_{\text{س}}}{(١ + \text{م})^{\text{س}}} \qquad (١١ — ١٤\text{أ})$$

حيث $\text{ت}_{\text{س}}$ تمثل قيمة التوزيعات المتوقعة فى نهاية السنة الأولى ، وحتى ما لا نهاية . أما م فتمثل معدل العائد الذى يطلبه المستثمر الذى يفكر فى شراء ذلك السهم ، والذى يتوقف على حجم المخاطر التى يتعرض لها هذا العائد .

وتقوم المعادلة ١١ ــ ١٤ على فرض ــ يلاقى القبول من الأكاديميين والممارسين ــ مؤداه أن المنشأة مستمرة ، ومن ثم فإن التوزيعات المتوقعة سوف تمتد إلى ما لا نهاية Infinity . ومع هذا ينبغى أن يكون واضحاً فى الأذهان أن المعادلة المذكورة لا تفترض مدة استثمار محددة ، ذلك أنها تنطبق فى جميع الأحوال أى سواء استهدف المستثمر الاحتفاظ بالسهم إلى الأبد ، أو فكر فى بيعه فى ذات اليوم الذى اشتراه فيه (هندى ، ١٩٨٧ ، ص ٢٥٢ ــ ٢٥٤) (Francis, 1986, PP. 399-400) . ليس هذا فقط بل أنها تعكس كذلك المكاسب المتوقعة سواء كانت فى صورة توزيعات أو فى صورة أرباح رأسمالية . وللتدليل على ذلك سوف نفترض أن المستثمر يفكر فى بيع سهم ما

بعد سنتين من شرائه . فى هذه الحالة يمكن تطبيق المعادلة ١١ ــ ١٤ أو المعادلة ١١ ــ ١٥ .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \frac{ت_1}{(1 + م)^1} + \frac{ت_2}{(1 + م)^2} + \frac{ق_2}{(1 + م)^2} \quad (11-15)$$

حيث $ق_2$ تمثل القيمة التى يتوقع أن يحصل عليها المستثمر من بيع السهم بعد سنتين والتى قد تتضمن أرباحاً رأسمالية (عندما يباع بسعر أعلى من السعر الذى اشترى به) أو خسائر رأسمالية (عندما يباع بسعر أقل من السعر الذى اشترى به) .

وحيث أن قيمة السهم بعد سنتين ($ق_2$) تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها بعد السنة الثانية ، فإنها سوف تساوى :

$$ق_2 = \frac{ت_3}{(1 + م)^3} + \frac{ت_4}{(1 + م)^4} + \ldots\ldots + \frac{ت_\infty}{(1 + م)^\infty} \quad (11-16)$$

وبالتعويض بقيمة $ق_2$ فى المعادلة ١١ ــ ١٥ سيكون الناتج مماثلاً تماماً لصيغة المعادلة ١١ ــ ١٤ ، وهو ما يعنى أن المعادلة ١١ ــ ١٤ تنطبق فى جميع الأحوال أى مهما تباين توقيت بيع السهم ، كما أنها تعكس الأرباح والخسائر الرأسمالية المتوقعة إلى جانب التوزيعات .

ولكن كيف يمكن تقدير قيمة متغيرات المعادلة ١١ ــ ١٤ حتى يمكن استخدامها فى إيجاد القيمة الحقيقية للسهم ؟ بالنسبة للتوزيعات المتوقعة ($ت_س$) فهى تساوى الربحية المتوقعة للسهم مضروبة فى نسبة التوزيعات السنوية :

$$\text{التوزيعات المتوقعة} = ر_س \, (1 - ح_س) \quad (11-17)$$

أو :

$$= ر (١ + و)(١ — ح_س) \qquad (١١—١٧ أ)$$

حيث $ر_س$ تمثل الربحية المتوقعة للسهم فى السنة س ، ح تمثل نسبة احتجاز الأرباح فى السنة س ، ر تمثل الربحية الحالية للسهم . أما و فتمثل معدل نمو ربحية السهم .

باختصار يتطلب تقدير قيمة $ت_س$ تحديد الربحية الحالية للسهم (ر) وهى معلومة على وجه اليقين ، ومعدل نمو ربحية السهم (و) والذى عرض هذا الفصل لكيفية تقديرها لسنة مقبلة . أما نسبة احتجاز الأرباح فيمكن تقديرها على أساس دراسة اتجاه التغير فى تلك النسبة فى سنوات ماضية ، مع الأخذ فى الحسبان أى متغيرات يمكن أن تؤثر عليها فى المستقبل .

يبقى بعد ذلك تقدير قيمة « م » والتى تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار . ويقترح فى هذا الصدد استخدام معادلة تسعير السوق لمخاطر الاستثمار فى الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model (CAPM التى توضحها المعادلة ١١ — ١٨ .

$$م = ف + تا_س (ع_س — ف) \qquad (١١ — ١٨)$$

أو :

$$= ف + تا \times بدل\ المخاطر\ للسوق \qquad (١١ — ١٨ أ)$$

حيث ف تمثل معدل العائد على إستثمار خال من المخاطر ، $ع_س$ تمثل معدل عائد محفظة السوق ، تا تمثل معامل بيتا الذى يقيس المخاطر المنتظمة .

وتمثل قيمة « ف » معدل الفائدة على سندات حكومية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة . أما قيمة $ع_س$ فتمثل معدل العائد السنوى لأحد مؤشرات أسعار الأسهم . وأخيراً فإن قيمة تا تمثل ميل خط الانحدار بين معدل عائد محفظة السوق (عائد أحد المؤشرات) ومعدل عائد السهم محل الاهتمام ،

وذلك وفقاً لمفهوم خط السمة Characteristic Line المميزة للسهم (هندى ، ١٩٩١ ، ص ٤٢٤ ــ ٤٢٩) ، كما يمكن تقديرها بالمعادلة ١١ ــ ١٩ :

$$\text{تا} = \frac{\sigma_{\text{ش}} \times \text{ط}_{\text{ش ق}}}{\sigma_{\text{ق}}} \qquad (١١ - ١٩)$$

حيث $\sigma_{\text{ش}}$ تمثل الانحراف المعيارى لعائد سهم المنشأة ، $\sigma_{\text{ق}}$ تمثل الانحراف المعيارى لعائد السوق (عائد أحد مؤشرات أسعار السوق) ، $\text{ط}_{\text{ش ق}}$ تمثل معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم .

هذا مع ملاحظة أنه بينما قد تختلف قيمة المتغيرات ف ، $\text{ع}_{\text{س}}$ عبر الزمن فى المعادلة ١١ــ١٨ ، فإن معامل بيتا (تا) يتسم بقدر من الاستقرار بحيث يمكن القول بأن معامل بيتا التاريخى يحتمل أن يعد مقياساً للمخاطر فى سنوات مقبلة ، وهو ما سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من الفصل التاسع .

تمثل المعادلة ١١ ــ ١٤ الصيغة العامة لنموذج التوزيعات . وفى هذا الصدد تشير المؤلفات فى مجال الاستثمار إلى امكانية اشتقاق ثلاث معادلات ، احداهما تعكس حالة النمو الثابت للتوزيعات ، والأخرى تعكس حالة عدم وجود نمو فى التوزيعات على الاطلاق . أما المعادلة الثالثة فتعكس حالة النمو غير الثابت .

حالة النمو الثابت :

وفى حالة النمو الثابت للتوزيعات تأخذ المعادلة ١١ ــ ٢٠ الصيغة التالية :

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \frac{\text{ت} (١ + \text{و})}{\text{م} - \text{و}} \qquad (١١ - ٢٠)$$

$$= \frac{\text{ت}_{١}}{\text{م} - \text{و}} \qquad (١١ - ٢٠ \text{أ})$$

حيث و تمثل معدل نمو التوزيعات .

ولإلقاء الضوء على كيفية تطبيق هذه المعادلة دعنا نفترض أن معدل العائد على الاستثمار الخال من المخاطر يبلغ ١٠,٥٪ ، وبدل أو مكافأة مخاطر السوق ($ع_{س}$ — ف) تبلغ ٥٪ ، ومعامل بيتا للسهم محل الاهتمام ١,٥ . أما التوزيعات التى أجريت هذا العام فقد بلغت ٦ جنيه للسهم الواحد ، ويتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل ثابت قدره ٨٪ . على ضوء تلك المعلومات يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم . فنصيب السهم من التوزيعات فى العام القادم « $ت_{١}$ » سوف تبلغ ٦,٤٨ جنيه [٦ (١ + ٠,٠٨)] . أما قيمة م فسوف تبلغ ١٨٪ تطبيقاً للمعادلة ١١ — ١٨ أ (١٠,٥ + ١,٥ × ٥) . وحيث أن معدل النمو ٨٪ فإن القيمة الحقيقية للسهم سوف تبلغ ٦٤,٨ جنيه .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \frac{٦ \; (١ + ٠,٠٨)}{٠,١٨ - ٠,٠٨} = ٦٤,٨ \; \text{جنيه}$$

ولو أن السهم يباع بأعلى من تلك القيمة حينئذ تكون قيمته السوقية مغال فيها Overvalued ومن صالح المستثمر أن يعرضه للبيع لو أنه يملكه ، أما إذا كان السهم يباع بسعر أقل من ذلك فإن قيمته السوقية تكون أقل مما ينبغى Undervalued ومن صالح المستثمر أن يوجه إليه جزء من مخصصات محفظة أوراقه المالية .

ويشير رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 290) إلى أنه على الرغم من أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظرى ، فإن المعادلة ١١ — ٢٠ يمكن أن تستخدم فى الحالات التى يكون فيها التباين فى معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفاً . ويضيف كذلك أنه إذا لم يتوافر للمستثمر بيانات يمكن من خلالها تقدير قيمة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار أى قيم م فى المعادلة ١١ — ٢٠ فإن تقدير القيمة الحقيقية للسهم سوف يتم تقديرها بطريقة غير مباشرة ، وذلك وفقاً للمعادلة ١١ — ٢١ .

$$م_{س} = \frac{ت_{١}}{\text{سعر السهم}} + و \qquad (١١ - ٢١)$$

حيث يقصد بسعر السهم القيمة التى يباع بها السهم فى السوق . فإذا ما كان السعر الذى يباع به السهم ٨٠ جنيه فإن تطبيق المعادلة ١١ ــ ٢١ يسفر عن معدل عائد متوقع على الاستثمار قدره ١٦,١٪ . وهنا يصبح على المستثمر

$$م_س = \frac{٦ (١ + ٠٨,)}{٨٠} + ٠٨, = ١٦,١٪$$

أن يقرر ما إذا كان هذا العائد كافياً أم لا . فلو أنه يعتقد فى أن المعدل أقل مما ينبغى ، فهذا يعنى أن السعر الذى يباع به السهم مغال فيه . والعكس يصبح صحيحاً لو أنه يعتقد فى أن المعدل أعلى مما ينبغى . وبالطبع سوف يقوم الحكم فى هذه الحالة على أساس عائد الفرصة البديلة ، أى العائد الذى كان يمكن للمستثمر أن يحققه لو أنه وجه أمواله إلى مجالات استثمار بديلة ، يعتقد أنها تنطوى على نفس القدر من المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى السهم محل التقييم .

حالة عدم وجود نمو :

إذا ما كان نصيب السهم من التوزيعات عبر الزمن قيمة ثابتة ، فإن هذا يعنى أن قيمة و فى المعادلة ١١ ــ ٢٠ سوف تساوى صفر ، ومن ثم تتحدد القيمة الحقيقية للسهم بالمعادلة ١١ ــ ٢٢ .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \frac{ت}{م} \qquad (١١ ــ ٢٢)$$

تثير المعادلة ١١ ــ ٢٢ تساؤلاً عما يكون عليه الحال لو أن قيمة و لم تكن صفراً بل كانت قيمة سالبة . فى هذه الحالة ستأخذ المعادلة ١١ ــ ٢٠ الصورة الموضحة بالمعادلة ١١ ــ ٢٣ ، وهو ما يعكس اتجاه القيمة الحقيقية للسهم نحو الانخفاض .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{ت}{م + و} \qquad (١١ ــ ٢٣)$$

حالة النمو غير الثابت :

ترتبط حالة النمو غير الثابت بالمنشآت حديثة الانشاء . ففى بداية مرحلة النمو السريع ـــ على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الثانى من الفصل التاسع ـــ تتجه المنشأة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة ، بينما يندر إجراء توزيع للأرباح . وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المنشأة فى إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ فى التزايد من سنة إلى أخرى . وعند نقطة ما فى مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات فى الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المنشأة الإبقاء عليه فى المدى الطويل ، وحينئذ يستقر معدل النمو . وفى ظل ظاهرة عدم الثبات فى معدل النمو ، تصبح المعادلة ١١ ـــ ٢٣ هى الملائمة لتقدير القيمة الحقيقية للسهم .

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم الآن} = \sum_{\text{س}=1}^{\text{ن}} \frac{\text{ت}(1+\text{و}_1)(1+\text{و}_2)\ldots(1+\text{و}_{\text{س}})}{(1+\text{م})^{\text{س}}} + \frac{\text{ت}_{\text{ن}}(1+\text{و})}{\text{م}-\text{و}} \times \frac{1}{(1+\text{م})^{\text{ن}}} \qquad (١١ـ٢٤)$$

حيث و_1 ، و_2 .... $\text{و}_{\text{س}}$ تمثل معدلات النمو غير العادية ، ن تمثل تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية ، و تمثل معدل النمو المتميز بالثبات والذى سيستمر من نهاية مرحلة النمو غير العادى وحتى تاريخ غير محدد .

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن التوزيعات عن العام الماضى بلغت جنيه واحد عن كل سهم ، غير أنه من المتوقع أن تنمو بمعدل ٢٠٪ فى العامين التاليين ، ثم ينخفض معدل النمو فى الثلاث سنوات التالية ليصل إلى ١٢٪ . أما فيما بعد ذلك فيعتقد أن النمو سوف يستقر عند معدل ٥٪ . والآن كيف يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم إذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار ١٤٪ ؟. إذا ما رغبنا فى تطبيق المعادلة ١١ ـــ ٢٤ ، حينئذ ينبغى التعويض فى قيمة و_1 ، و_2 فى السنة الأولى والسنة الثانية بمعدل نمو ٢٠٪ ، ثم التعويض فى

قيمة $و_٣$ ، $و_٤$ ، $و_٥$ فى السنوات من الثانية حتى الخامسة بمعدل نمو ١٢٪ ، وأخيراً التعويض فى قيمة و بمعدل ٥٪ فيما بعد السنة الخامسة . أما قيمة $ت_ن$ فتتمثل فى قيمة التوزيعات فى السنة الخامسة .

كما يبدو ستكون محاولة تطبيق المعادلة ١١ — ٢٤ مضنية ، كما أنه فى غياب الحاسوب يكون احتمال الخطأ كبيراً . لذا يقترح رادكليف (P. 292) الاستفادة من مفهوم المعادلة المذكورة ، ثم محاولة الوصول إلى القيمة الحقيقية على مراحل ، وذلك على النحو الموضح فى جدول ١١ — ٣ .

ولعل جدول ١١ — ٣ يشير إلى أن الجزء الأول من الشق الثانى فى المعادلة ١١ — ٢٤ لا يخرج عن كونه القيمة السوقية التى ينبغى أن يكون عليها السهم فى نهاية السنة الخامسة فى المثال المشار إليه ، وهو ما يتفق مع الفكرة التى تقوم عليها المعادلة ١١ — ١٥ . كما يشير كذلك إلى أن الصورة التفصيلية للشق الأول من المعادلة ١١ — ٢٤ لابد وأن تكون معقدة ، وهو ما توضحه المعادلة ١١ — ٢٥ .

$$\text{الشق الأول من المعادلة} = \frac{ت\,(١ + و_١)}{(١ + م)} + \frac{ت_١\,(١ + و_٢)}{(١ + م)^٢} + \ldots\ldots + \frac{ت_٤\,(١ + و_٥)}{(١ + م)^٥} \quad \ldots\ (١١ — ٢٥)$$

وعلى العموم فإنه سواء استخدمت فكرة الجدول ١١ — ٣ ، أو استخدمت المعادلة ١١ — ٢٤ فإن النتائج ستكون واحدة ، إذ ستبلغ القيمة الحقيقية للسهم ١٧,٦ جنيه .

نموذج المضاعف :

تناول الجزء الأول من هذا القسم استخدام نموذج التوزيعات كأساس لتقدير القيمة الحقيقية للسهم ، التى عادة ما يتم مقارنتها بالسعر الذى يجرى

عليه التعامل ، وذلك للوقوف على ما إذا كان السهم يباع بسعر أعلى أو أقل مما ينبغي . والآن ننتقل لنموذج مضاعف الربحية Earnings Multiplier or Price

جدول ١١ ــ ٣
تطبيق مفهوم المعادلة ١١ ــ ٢٤

السنة	معدل النمو	التوزيعات المتوقعة	القيمة الحالية بمعدل خصم ١٤٪
١	٢٠٪	١ر٢٠	١ر٠٥
٢	١٠٪	١ر٤٤	١ر١١
٣	١٢٪	١ر٦١	١ر٠٩
٤	١٢٪	١ر٨١	١ر٠٧
٥	١٢٪	١ر٠٢	١ر٠٥

المجموع من الـسنة الأولي حتى السنة الخامسة ٥ر٣٧ جنيه

يضاف القيمة الحالية للسعر فى نهاية السنة الخامسة

أ ـ السعر في نهاية السنة الخامسة

$$= \frac{ت_{٥} \ (١+و)}{م-و}$$

$$= \frac{ت_{٥} \ (١+و)}{م-و}$$

= ٥٧ر٢٣ جنيه

ب) القيمة الحالية لسعر السهم فى نهاية السنة الخامسة

$$= ٢٣ر٥٧ \times \frac{١}{(١ + ١٤ر)^{٥}} = ١٢ر٢٣ \text{ جنيه}$$

القيمة الحقيقية للسهم = ٥ر٣٧ + ١٢ر٢٣ = ١٧ر٦٠ جنيه

Earnings Ratio الذى عادة ما يشار إليه بالنموذج العملى أو الواقعى Pragmatic الذى يعتمد عليه المحللين الأساسيين Fundamentalists .

يتمثل مضاعف الربحية فى نسبة سعر السهم إلى ربحيته . وبالنسبة لسعر السهم فعادة ما يقصد به سعر الاقفال فى اليوم الذى يجرى فيه التقييم . أما بالنسبة للربحية فالأمر يختلف . فلو قُصدَ بربحية السهم الربحية التى تحققت خلال الأثنى عشر شهر الأخيرة ، فقد تكون محل اعتراض . لماذا ؟ لأن المستثمرين يشترون السهم على أساس ربحيته المستقبلة وليس على أساس ربحيته فى الماضى . ومن ناحية أخرى لو نظرنا إلى الربحية على أنها الربحية فى الاثنى عشر شهر المقبلة(٨) ، فإنها قد تكون عرضة للتأثر بظروف وعوامل مؤقتة قد لا تلبث أن تزول .

لذا يقترح فيشر ورندال (Fischer & Randall, 1987, P. 321) ضرورة مقارنة قيمة المضاعف الحالية التى تم حسابها على أساس الاثنى عشر شهر الماضية مثلاً مع مضاعف معيارى . فمثلاً يمكن مقارنة المضاعف الذى تم حسابه مع متوسط المضاعف لذات السهم خلال فترة ماضية ، كما يمكن مقارنته مع المتوسط التاريخى للمضاعف لأحد مؤشرات السوق . على أن يراعى إعطاء وزن أكبر لقيمة المضاعف فى الفترات الزمنية القريبة Recent Past . بل ويمكن للمحلل إيجاد المدى Range للمضاعف أى أدنى قيمة وأقصى قيمة وصل إليها خلال فترة ماضية ، بما يمكنه من الحكم على قيمة المضاعف الحالية .

بل وقد يكون من الملائم تقدير قيمة المضاعف على أساس ما يسمى

(٨) يمكن أن يتم ذلك من خلال تحليل الانحدار ، وذلك من خلال العلاقة بين مضاعف الربحية وبين عدد من المتغيرات من أهمها معدل نمو الربحية ، ونسبة الأرباح الموزعة ، ومدى التقلب فى معدل الربحية باعتباره مؤشرا للمخاطر (Whitbeck & Kisor, 1963) . ويضيف فيشر ورندال (Fischer & Randall, 1987, P. 323) إمكانية استخدام مدى استقرار المبيعات ومعدل الرفع المالى كمؤشرات أخرى للمخاطر . بل ويمكن تقسيم تلك المخاطر إلى مخاطر التسويق ، ومخاطر تقلب سعر السهم أى معدل تذبذب سعره عبر الزمن ومدى ارتباطه مع حركة أسعار الأسهم فى السوق .

بالمضاعف الطبيعى Normalized Multiplier . فمثلاً يمكن أن يقوم المحلل بإيجاد قيمة مضاعف الربحية للسهم على أساس أدنى سعر ثم على أساس أقصى سعر وصل إليه السهم خلال العام ، وكذا على أساس سعر الاقفال . وبقسمة قيمة المضاعف فى كل مرة على قيمة المضاعف لأحد المؤشرات ، نصل إلى القيمة النسبية لمضاعف ربحية السهم Price-Earnings Relative فى علاقته مع مضاعف ربحية السوق . فلو أن مضاعف ربحية السهم (على أساس سعر الاقفال) قد بلغ ١٢,٥ ومضاعف ربحية المؤشر ٥ ، حينئذ تكون القيمة النسبية لمضاعف السهم تساوى ١,٥ . وهذا يعنى أن السهم كان يباع خلال العام على أساس مضاعف يفوق مضاعف السوق بواحد ونصف مرة . وبالطبع ينبغى إيجاد القيمة النسبية للمضاعف أيضاً على أساس أعلى سعر ثم على أساس أدنى سعر وصل إليه السهم فى السوق ، لتكون لدى المحلل رؤية أكبر لسلوك مضاعف الربحية للسهم .

وفى الواقع العملى يتم إيجاد المضاعف الطبيعى ، من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور . وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة فيمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية للسهم فى المستقبل ، إذ لن يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر فى المستقبل ، والذى عادة ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر .

وإذا ما تمكن المحلل من تحديد القيمة الملائمة للمضاعف ، حينئذ يصبح من السهل عليه تقدير القيمة التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم فى المستقبل ، والتى تتمثل فى حاصل ضرب قيمة المضاعف فى ربحية السهم التى أسفرت عنها عملية التنبؤ . فلو أن سهم منشأة ما يتوقع أن يحقق ربحاً قدره ١٠ جنيه ، وأن قيمة المضاعف ١٥ جنيه فإن سعره ينبغى أن يكون ١٥٠ جنيه . ولو أن سعره فى السوق ١٤٠ جنيه ، حينئذ يكون من صالح المستثمر شرائه ، ذلك أنه يباع بسعر أقل مما ينبغى Underpriced or Undervalued أما إذا كان السهم يباع فى

السوق بسعر ١٦٠ جنيه ، فإن سعره يكون أعلى مما ينبغى Overpriced or Overvalued ومن صالح المستثمر التخلص منه إذا كان فى حوزته . هذا بالطبع على فرض ثبات معدل نمو ربحية السهم . أما إذا كانت الربحية غير ثابتة ، فإن تقدير قيمة السهم تأخذ طريقاً آخر (Radcliffe, 1982, P. 298) .

وبصرف النظر عن الطريقة التى تم على أساسها تقدير المضاعف ، فإنه من المتوقع أن تختلف قيمته من يوم لآخر ، تبعا للتغير فى سعر الأقفال للسهم محل الاهتمام . ومن المتوقع كذلك أن تكون هناك علاقة طردية بين المضاعف وبين معدل نمو الربحية ، كما يتوقع أن تكون العلاقة عكسية بينه وبين حجم المخاطر التى تتعرض لها المنشأة .

الخلاصـــــة :

لتقدير القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم ، يصبح لزاماً على المحلل (المستثمر) تقدير الربحية المستقبلة للسهم . وهذا يقتضى أن يكون مفهوم الربحية واضحاً فى مخيلته . إذ ينبغى أن يعطى أهمية أكبر للربحية الدائمة والربحية الداخلية وذلك على حساب الربحية الطارئة والربحية الخارجية . وحتى يكون تقديره لربحية السهم فى محلها عليه ، أن يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلى لمعدل العائد على حقوق الملكية بوصفه محدداً رئيسياً لمعدل نمو ربحية السهم ، كما أن عليه تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها فى المستقبل . وببلوغ التحليل الأساسى هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم . وإذا ما اتضح أنها أكبر (أقل) من السعر الذى يباع به السهم فهذا يعنى أن السهم يباع بقيمة أقل (أعلى) مما ينبغى . وكما يبدو فإن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هى الهدف الذى يرمى إليه التحليل الأساسى ، وهى أيضا حجر الزاوية فى اتخاذ القرار الاستثمارى .

الفصل الثانى عشر
التحليل الفنى

خصص الباب الرابع الذى نحن بصدده لتحليل البيانات والمعلومات المتاحة ، بهدف مساعدة المستثمر فى اتخاذ القرار الاستثمارى السليم . وقد أشير فى مقدمة ذلك الباب إلى وجود مدخلين لتحليل البيانات هما : مدخل التحليل الأساسى ، ومدخل التحليل الفنى . وبالنسبة للمدخل الأول فقد عرضنا له فى الفصول من الثامن حتى الحادى عشر ، حيث تناولنا التحليل الأساسى لكل من : الظروف الاقتصادية ، وظروف الصناعة ، وظروف المنشأة . كل ذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يباع بها السهم . وإذا ما اتضح أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية ، حينئذ يكون من الحكمة شراؤه . أما إذا كان الأمر على عكس ذلك فإن التخلص من السهم ـــ إذا كان فى حوزة المستثمر ـــ يصبح هو القرار الحكيم .

أما مدخل التحليل الفنى فلا يعنى بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ، ومن ثم فلا يهتم بتجميع أو تحليل أى بيانات أو معلومات متاحة . ذلك أن اهتمامه ينصرف فى الأساس إلى تتبع حركة الأسعار فى الماضى ، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة ، يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثمارى . فحركة الأسعار فى الماضى ـــ وفقاً لهذا المدخل ـــ تعد مؤشراً يعتمد عليه فى التنبؤ بحركتها فى المستقبل .

فمثلاً تشير الدراسة التاريخية لحركة أسعار الأسهم فى السوق إلى أن أسعار الأسهم تتجه إلى الهبوط فى شهرى سبتمبر وأكتوبر (Maimakliotis & Renshow, 1991) . فخلال الفترة ١٩٢٨ ـــ ١٩٨٩ انخفض مؤشر ستاندرد آند بور ٢٩ مرة خلال الشهرين المذكورين . بل وأن متوسط العائد الذى حققه فى شهرى سبتمبر وأكتوبر خلال تلك الفترة بلغ ١,٤٤٪ ، فى مقابل

٣,١٤٪ من أكتوبر إلى يناير ، ٤,١٪ من يناير حتى أغسطس من كل عام . وفى الاحدى عشر عاماً السابقة على أزمة يوم الاثنين الأسود الموافق ١٩ أكتوبر من عام ١٩٨٧ ، انخفضت أسعار الأسهم فى الشهرين المذكورين ثمانى مرات .

بل ويشير دى بوندت (De Bondt, 1991) إلى دراسة سابقة (De Bondt & Thaler, 1985) كشفت عن أن التغير فى مستوى أسعار الأسهم فى السوق يمكن التنبؤ بها وأنها لا تسير وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية . فالسوق الصعودى يستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات ، بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط . وعند حدوث انخفاض كبير وملموس فى أسعار السوق ، يصبح من المتوقع أن تتجه أسعار الأسهم إلى الإرتفاع مرة أخرى .

وفى تناولنا للتحليل الفنى فى هذا الفصل سنعرض أولاً للفلسفة التى يقوم عليها وذلك فى القسم الأول ، يتبعه القسم الثانى الذى يُكرس للكشف عن مزاياه وعيوبه . يلى ذلك القسم الثالث الذى يخصص برمته للنظرية الرائدة للتحليل الفنى وهى نظرية دو . وفى القسمين الأخيرين نعرض لأدوات التحليل الفنى . ففى القسم الرابع نعرض لمؤشرات السوق التى تُعنى بالتنبؤ باتجاه حركة الأسعار بصفة عامة ، وفى القسم الخامس نتناول مؤشرات حركة سعر السهم .

فلسفة التحليل الفنى :

فى دراسة شاملة قدم روبرت ليفى (Levy, 1966) ملخصاً للفلسفة والفروض التى يقوم عليها التحليل الفنى مؤداه :

١ ــ أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب .

٢ ــ أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد ، والبعض الآخر غير رشيد . ومن بين تلك العوامل ما يدخل فى نطاق اهتمام التحليل

الأساسى ، ومن بينها أيضاً ما يبتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين ، والتخمين ... وما شابه ذلك .

٣ ــ يعطى السوق ــ آلياً وبصفه مستمرة ــ وزناً لكل متغير من المتغيرات التى تحكم العرض والطلب .

٤ ــ أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التى تحدث للأسعار من وقت إلى آخر ، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك فى اتجاه معين ، وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت .

٥ ــ إن التغير فى إتجاه أسعار الأسهم يرجع فى الأساس إلى تغير فى العلاقة بين العرض والطلب ، وأن التغير فى تلك العلاقة مهما كانت أسبابها يمكن الوقوف عليه ــ طال الزمن أو قصر ــ وذلك من خلال ما يجرى داخل السوق نفسه .

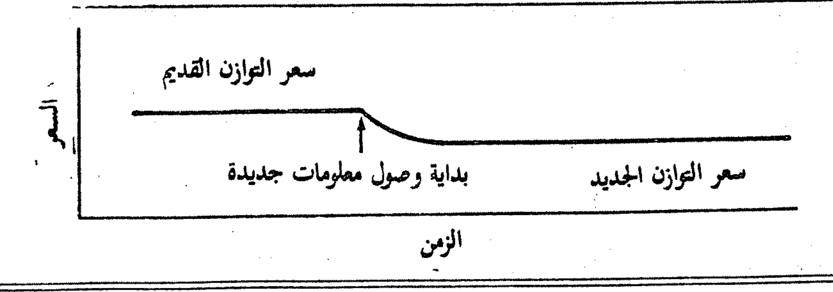
هذا هو أساس الفكر الذى يقوم عليه التحليل الفنى ، وكما يبدو فإنه يبتعد كثيراً عن الفكر الذى يقوم عليه التحليل الأساسى ، كما أنه لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق الذى هو الدعامة الأساسية التى ترتكز عليها أسواق رأس المال . ومع هذا فإنه لا يمكن لأحد أن ينكر بعض هذه الأساسيات . فسعر السهم ــ شأنه فى ذلك شأن سعر أى سلعة أخرى ــ يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب (Ritter, 1988, Masulis & Korwar, 1986, Loderer et al, 1991) كما أن قوى العرض والطلب يحكمها متغيرات عديدة ، وإن كان البعض ــ والبعض فقط ــ يعتقد فى أن المتغيرات غير الرشيدة لا يمكن لتأثيرها أن يستمر (De Long et al, 1990; Bradford et al, 1991, Dhillon & Johnson, 1991) وأن التأثير طويل الأجل على قوى العرض والطلب مرجعه المتغيرات الرشيدة وحدها . وأخيراً فإنه لا خلاف على أن السوق يعطى كل متغير وزناً بصفة آليه ومستمرة .

أما الاعتراض الأساسى على فلسفة التحليل الفنى فتبدأ مع العبارة الرابعة ،

التى تتعلق فى حقيقة الأمر بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير . فالاعتقاد فى أن اتجاه معين فى الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن ، يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التى من شأنها أن تحدث تغيراً فى العلاقة بين العرض والطلب ، لا تأتى للسوق فى لحظة معينة ولكنها تأتى إليه عبر فترة زمنية . أما السبب فقد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ، ويجرون عليها التحليل ، ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين .

معنى هذا أن أسعار السوق تبدأ فى التغير استجابة لتصرفات هؤلاء المستثمرين ، آخذة طريقها لبلوغ نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب . أما الوصول إلى تلك النقطة الجديدة فلا يحدث إلا بعد أن تصل المعلومات لباقى المستثمرين ، وهو ما يتم تدريجياً ويستغرق بعض الوقت . فالمعلومات تتسرب أولاً من مديرى المنشأة وكبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ High-Powered Analysts ، ثم تأخذ طريقها فيما بعد إلى المستثمرين العاديين . ويصور شكل ١٢ ــ ١ ما يحدث من وجهة نظر الفنيين Technicians عندما تبدأ معلومات جديدة فى الوصول إلى السوق ، وتحمل معها أنباء من شأنها أن تؤدى إلى تغير فى سعر التوازن (بالانخفاض أو الارتفاع عما كان عليه من قبل) لسهم إحدى المنشآت (Reilly, 1985, P. 475) .

شكل ١٢ ــ ١ أ
وجهة نظر الفنيين فى
الكيفية التى تتغير بها الأسعار



وكما يبدو فإن الفنيين يعترفون بأن أسعار الأسهم تستجيب للمعلومات الجديدة التى تحدث تغييراً فى قوى العرض والطلب ، غير أن وقتاً طويلاً نسبياً ينقضى قبل أن تستكمل استجابة الأسعار لتلك المعلومات . بعبارة أخرى أن التحول من نقطة توازن معينة لقوى العرض والطلب إلى نقطة توازن أخرى أعلى أو أدنى يستغرق بعض الوقت ، ويمكن ملاحظته والوقوف عليه . ولعل هذا هو المقصود من العبارة الرابعة ، التى تقضى بأن التغير فى العلاقة بين العرض والطلب يمكن الوقوف عليه من خلال ما يجرى فى السوق نفسه ، أى من خلال حركة الأسعار فيه ، دون حاجة إلى المجهود الذى يبذل فى تحليل كم هائل من بيانات ومعلومات عن الاقتصاد والصناعة والمنشأة . فهذه المعلومات لن تضيف شيئاً بقدر ما سوف تتسبب فيه من إرباك . فالمحلل ليس فى حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات ، إضافة إلى أداة يمكن من خلالها اكتشاف بداية التحول من سعر التوازن الحالى إلى سعر التوازن الجديد ، دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب هذا التحول .

وكما يبدو فإن التحليل على هذا النحو يسهم فى توقيت اتخاذ القرار الاستثمارى الملائم . فلو أن سعر التوازن فى طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أقل — مع بداية ورود معلومات جديدة — كما هو موضح فى شكل ١٢ — ١ أ ، حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرارات البيع . أما إذا كان سعر التوازن فى طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أعلى ، حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرارات الشراء . وإذا ما رجع القارىء بالذاكرة إلى محتويات الفصول من الثامن حتى الحادى عشر — وهى التى تُعنى بالتحليل الأساسى — لاتضح له أن هذا التحليل — على عكس التحليل الفنى — نادراً ما يعطى قراراً قاطعاً بشأن توقيت قرار الشراء .

مزايا وعيوب التحليل الفنى :

يتسم التحليل الفنى بعدد من المزايا التى خلقت له اتباع ومؤيدين . وفى مقدمة تلك المزايا السهولة والسرعة . فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية

التى سيعتمد عليها المحلل فى التنبؤ بالأسعار ، يصبح تطبيقها آلياً وعلى أى عدد من الأسهم . كل ذلك دون حاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو عن الصناعة أو المنشأة ، والتى تتطلب وقتاً وجهداً وفيراً . أما الميزة الثانية فهى أن أساليب التحليل الفنى يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أى مستثمر مهما كان مستوى ثقافته . وهى ميزة لا يتيحها التحليل الأساسى ، وذلك على النحو الذى تكررت الإشارة إليه فى الفصول الأربعة السابقة .

يضاف إلى ذلك ميزة ثالثة هى أن المعلومات التى يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يومياً وبانتظام ، من خلال التقارير المالية التى تظهر فى الصحف المتخصصة . وبالطبع يختلف الوضع كثيراً بالنسبة للتحليل الأساسى . فحتى بالنسبة للتقارير المالية التى قد يحتاجها ، فإنها تغطى فترة ماضية كما أنه يصعب الاعتماد على محتوياتها لأسباب سبقت الاشارة إليها فى الفصل العاشر . وإذا كان للتحليل الفنى كل هذه المزايا فإنه لا يخلو من العيوب .

يعترف دعاة التحليل الفنى بأن المحلل الأساسى Fundamental Analyst الذى تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية ، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفنى . ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسى يتنبأ بالاحداث المستقبلة ويخرج منها بالقرار الملائم فى الوقت الملائم ، أما المحلل الفنى فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول فى حركة الأسعار ثم يتخذ القرار . يضاف إلى ذلك ما أثبته الواقع من أن المستثمر الذى يتبع أسلوب التحليل الفنى ، يندر أن يحقق عائداً غير عادياً على استثماراته .

ويضيف فرنش (French, 1989, p. 373) انتقاداً آخر مؤداه أن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التى يعتقدون فى امكانية حدوثها Self-Fulfilling Prophecy . فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات ، فإنهم يتوصلون إلى ذات القرار . ولو أن القرار كان شراء سهم منشأة بسبب توقعهم ارتفاع سعره فى المستقبل ، فسوف

يتدفقون لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر ، وهذا أمر طبيعى . بعبارة أخرى أن الارتفاع فى السعر أحدثه فى الأساس سلوك المحللين (المستثمرين) أنفسهم وليس أى شيء آخر .

نظرية دو :

تعتبر نظرية دو Dow Theory من أقدم وأشهر أدوات التحليل الفنى . وتنسب النظرية إلى تشارلز دو Charles Dow الذى ينسب له أيضاً مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة ، كما سبقت الاشارة فى الفصل السابع . أما سمعة وشهرة النظرية فترجع إلى أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التى حدثت فى الثلاثينات ، والتى نجم عنها الكساد العظيم . ففى ٢٩ أكتوبر من عام ١٩٢٩ نشرت جريدة وول ستريت تحليلاً ـــ يقوم على نظرية دو ـــ أشارت فيه أن السوق الصعودى قد انتهى وأن الهبوطى قد بدأ " Bull Market is over and the Bear Market has Started " ولقد تحققت النبوءة وأخذت أسعار الأسهم فى الهبوط ، على النحو الذى أشير اليه فى الفصل الخامس .

ولقد تعرضت النظرية الأساسية لكثير من التعديلات والإضافات من قبَل المحللين فى صحيفة وول ستريت ـــ التى عمل تشارلز دو محرراً لها ـــ وهو ما أدى إلى وجود نماذج مختلفة منها ، غير أننا سنعرض فى هذا المقام للنظرية الأساسية كما قدمها دو (Francis, 1986, p. 505) . تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركات سعرية لأسعار السوق تحدث فى ذات الوقت . الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم إلى آخر ، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية Daily Fluctuations . والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية Secondary Movements يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر ، ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضع شهور حتى يحدث تغير ثانوى آخر . وأخيراً التغيرات السعرية التى تمثل الواحدة منها تجميعاً لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر ، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير فى إتجاه

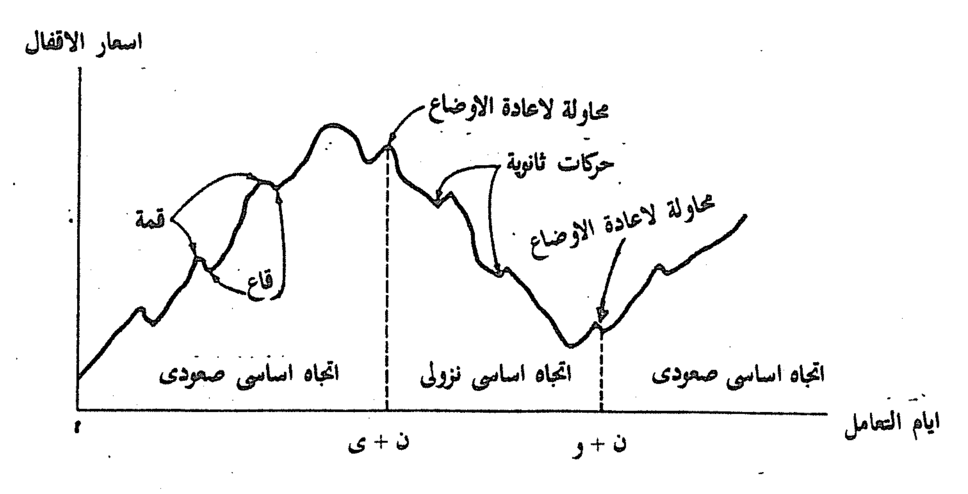
مضاد . ويطلق على هذا النوع من التغير بالاتجاه الأساسى أو الجوهرى Primary Trend كما يطلق عليها أيضاً بالسوق الصعودى أو السوق النزولى Bear or Bull Market حسب الأحوال ، أى حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو نحو الهبوط .

ولا تعطى النظرية وزناً للتقلبات اليومية ، وإن كان لزاماً على المحلل الفنى أن يرسم خريطة للتغير اليومى فى متوسط الأسعار ، وذلك حتى يتمكن من وضع إطاراً للتقلبات الثانوية ، التى تعد مصدر لتحديد الاتجاه الأساسى . هذا ويمكن أن يجرى التحليل على التغير فى أسعار السوق بصفة عامة كما تعكسها إحدى المؤشرات ، أو يجرى على التغير فى سعر سهم معين . ويصور شكل ١٢ ــ ٢ خريطة تلخص نظرية دو ، حيث تشير إلى وجود اتجاه صعودى أساسى Primary Uptrend فى الأسعار بدأ عند اليوم ن ووصل إلى القمة Top قبيل اليوم « ن + ى » ، ثم أخذ الاتجاه بعد ذلك فى الهبوط . وفى اليوم « ن + ى » تحدث محاولة من خلال حركة سعرية ثانوية Secondary Movement لإعادة الأسعار إلى مستوى القمة السابق ولكنها تفشل Aborative Recovery معلنه بذلك عن تغير فى الاتجاه الأساسى ، وذلك من اتجاه صعودى إلى اتجاه نزولى Primary Downward .

ونفس الشيء يحدث بعد ذلك ولكن بصورة عكسية . فالأسعار تستمر فى اتجاه نزولى ، لتصل إلى أدنى مستوى Bottom قبيل اليوم « ن + و » تبدأ بعدها فى الارتفاع . وفى اليوم « ن + و » تحدث محاولة من خلال حركة سعر ثانوية Secondary Movement لإعادة مستوى السعر إلى ذلك المستوى المتدنى ، ولكنها تفشل معلنه عن تغير فى الاتجاه الأساسى ، وذلك من اتجاه نزولى إلى اتجاه صعودى .

هذا ووفقاً لأنصار نظرية دو لا يمكن أن يتأكد الاتجاه الأساسى الجديد New Primary Trend فى أسعار السوق ، والذى يعكسه التغير فى قيمة أحد

شكل ١٢ ــ ٢
الكيفية التى تتغير بها الأسعار
فى ظل نظرية دو



مؤشرات السوق التى يقوم عليها التحليل وليكن مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة ، إلا إذا اتضح أن هناك اتجاه أساسى مماثل قد حدث فى مؤشر صناعة معينة ، وليكن مؤشر دو جونز لمتوسط صناعة النقل (Huang & Randall, 1987, P. 413; Francis, 1986, P. 506) .

هذا وعلى الرغم من أن دراسات ميدانية (Gliskstein & Wubbels, 1983) قد أكدت على مصداقية نظرية دو ، فإنها تتعرض لبعض الانتقادات (Huang & Randall, 1987, P. 414) من أهمها أنها لا تكشف بسرعة كافية عن حدوث التغيرات الأساسية أو الجوهرية ، إذ ينبغى الانتظار حتى يتضح أن مؤشراً آخر Index قد حدث له ذات التغيير . كذلك تركز النظرية على التغيرات السعرية الأساسية ، فى حين لا تلقى بالاً بالتغيرات الثانوية . كما أنها تكشف عن الاتجاه المستقبلى للأسعار ، دون أن تحدد السهم الذى ينبغى شراؤه أو بيعه . هذا إلى جانب أنها تقوم على تتبع الأسعار التى تجرى على أساسها الصفقات ، دون أن تعطى اهتماماً لحجم الصفقات ذاتها . وأخيراً فإن النظرية لا تعطى اهتماماً

للتغيرات السعرية التى تحدث من يوم إلى آخر ، رغم أنها قد لا تكون صغيرة كما قد يكون لها تأثير على العائد المتوقع فى المدى الطويل (Schwartz, 1991) .

أدوات التحليل الفنى لأسعار السوق :

يقصد بتلك الأدوات مؤشرات السوق Market Indicators التى تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق ، وتحديد اتجاه الأسعار فيه وما إذا كانت تتجه نحو الصعود أم تتجه نحو الهبوط . وفى هذا الصدد يشير فرنش (French, 1989, P. 374) إلى ثلاث مجموعات من مقاييس أو مؤشرات السوق هى : مقاييس ميل أو إتجاه المستثمرين ، ومقاييس وجهة النظر المضادة ، ومقاييس المستثمر المحترف .

أ ـــ مقاييس ميل أو إتجاه المستثمرين :

تعطى مقاييس ميل المستثمرين Investor Sentiment مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلة فى أسعار الأسهم . ويدعى أنصارها بأنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل السابع ، وذلك من حيث قدرتها على التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة . ومن أبرز تلك المقاييس مؤشر بارون Barron's Confidence Index الذى تنشره أسبوعياً مجلة بارون ، التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل السادس . وتوضح المعادلة ١٢ ـــ ١ كيفية قياس ذلك المؤشر ، الذى عادة ما تتراوح قيمته بين ٨٥٪ ، ٩٨٪ .

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times ١٠٠ \qquad (١٢ - ١)$$

ومن المتوقع بالطبع أن تكون قيمة المؤشر أقل من ١٠٠ ، وذلك طالما أن عائد السندات مرتفعة الجودة عادة ما يكون أقل من عائد السندات متوسطة الجودة . أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين فى السوق كبيرة وأنهم متفائلون بشأن المستقبل ، حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التى تنطوى على مخاطر أكبر . والنتيجة المتوقعة هى ارتفاع

القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها ـــ بالتبعية ـــ ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة ، لتقترب نسبة المؤشر من ١٠٠٪ . والعكس يصبح صحيحاً لو أن ثقة المستثمر فى السوق ضعيفة .

وإذا كان الأمر كذلك فإن مقياس بارون يمكن أن يساعد المستثمر فى توقيت القرار الاستثمارى . فعندما تكون قيمة مؤشر الثقة فى صعود فإن هذا يعنى أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة ، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود أكثر وأكثر فى المستقبل ، ومن ثم يكون التوقيت ملائم لقرار الشراء . أما إذا كانت قيمة المؤشر آخذة فى الهبوط فإن هذا يعنى أن الحالة الاقتصادية العامة غير مشجعة ، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الانخفاض أكثر وأكثر فى المستقبل ، مما يعنى أن التوقيت ملائم لقرار البيع .

هذا ويشير فرنش (French, 1989, P. 375) إلى مقاييس بديلة لمؤشر بارون منها النسبة المئوية لعائد سندات الخزانة إلى عائد سندات منشآت الأعمال ، أو النسبة المئوية لعائد سندات منشآت الخدمات العامة كالكهرباء والماء إلى عائد الأسهم الممتازة ، وهو ما يظهر فى المعادلتين ١٢ ـــ ١ أ ، ١٢ ـــ ١ ب .

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد سندات حكومية}}{\text{متوسط عائد سندات منشآت الأعمال}} \qquad (\text{١٢ـــ١ أ})$$

أو :

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{متوسط عائد سندات منشآت الخدمة العامة}}{\text{متوسط عائد الأسهم الممتازة}} \qquad (\text{١٢ـــ١ ب})$$

هذا ويعاب على مؤشر بارون أنه يركز على جانب الطلب على السند كمحدد للعائد الذى يتولد عنه ، بينما يتجاهل عوامل أخرى لها تأثير على أسعار الفائدة على تلك السندات ، ومن بينها حجم المعروض من النقود . يضاف إلى ذلك أنه وإن كان المؤشر ينجح غالباً فى التنبؤ بحالة الأسعار فى السوق فى

المستقبل ، فإنه يفشل فى بعض الأحيان فى مهمته ، وفى أحياناً أخرى يعطى إشارات كاذبة False Signals .

وبالإضافة إلى مؤشر بارون هناك مقياس آخر لقوة السوق ، وفيه تم مقارنة عدد الأسهم التى بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل ، بعدد الأسهم التى بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل . ويطلق على هذا المقياس مؤشر المستويات العليا والدنيا High-Low Index . وتشير المعادلة ١٢ ـــ ٢ إلى أكثر صوره شيوعا .

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{د}{د + د^{*}} \qquad (١٢ — ٢)$$

حيث د تمثل عدد الأسهم التى حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل ، $د^{*}$ تمثل عدد الأسهم التى حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل .

وكما يبدو فإن قيمة المؤشر المذكور لابد أن تقع بين قيمة تنحصر بين صفر ، ١ . وإذا ما كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح ، يكون ذلك دليلاً على أن عدداً أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل ، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر . ويدعى اتباع هذا المؤشر أنه عندما تكون قيمته أقل من ١, ، فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار . أما إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من ٩, فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود فى الأسعار إلى نهايتها ، بمعنى أنها فى طريقها نحو الانخفاض . مرة أخرى يعطى المؤشر للمستثمر المعلومات التى يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار ، على النحو الذى يمكن للقارىء أن يستنتجه بنفسه .

ويدخل ضمن مقاييس ميل المستثمرين كذلك نسبة عدد الأسهم التى سجلت ارتفاعاً فى قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التى سجلت انخفاضاً فى

تلك القيمة Advance-Decline Ratio . وهناك صوراً عديدة لهذا المقياس ، من أكثرها شيوعاً تلك التى تظهر فى المعادلة ١٢ ـــ ٣ ، والتى تتجاهل الأسهم التى لم يطرأ على سعرها أى تغيير .

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عدد الأسهم التى حققت صعوداً}}{\text{عدد الأسهم التى حققت صعوداً أو هبوطاً}}$$

(١٢ ـــ ٣)

ويدعى أنصار هذا المقياس بأنه عندما تكون النسبة ,٦ أو أكثر ، فإن ذلك يعد مؤشراً على أن الاتجاه الصعودى للسوق يقترب من نهايته . وإذا ما بلغت النسبة ,٣٥ فإن هذا يعنى أن الاتجاه النزولى بلغ نهايته ، وأن الأسعار سوف تتجه حالاً نحو الارتفاع . أما إذا كانت النسبة ,٦ أو أكثر ثم بدأت فى الانخفاض ، فإن هذا يعد مؤشراً إلى اتجاه نزولى مضطرد فى أسعار السوق Bear Market . وبالطبع تعد هذه المعلومات مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار . هذا وهناك مقياس بديل يفسر على ذات النحو ، هو نسبة مقدار الارتفاع والانخفاض Upside-Downside Volume Ratio ، ويقصد بها حجم الصفقات التى أبرمت بأسعار مرتفعة عن ذى قبل إلى حجم الصفقات التى أبرمت بأسعار منخفضة عن ذى قبل .

ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 514) أسلوباً آخر لقياس المؤشر السابق ، وذلك على أساس الفرق بين عدد الأسهم التى حققت ارتفاعاً وعدد الأسهم التى حققت انخفاضاً ، على أن يضاف الناتج إلى فرق اليوم التالى ، لنحصل على مؤشر مجمع Coumulative Index يتم تصويره فى شكل بيانى مقارن مع أحد مؤشرات السوق مثل مؤشر دو جونز . ويوضح جدول ١٢ ـــ ١ كيفية حساب المؤشر ، على أساس أرقام مفترضة لعدد الأسهم التى حققت صعوداً ، وتلك التى حققت هبوطاً خلال الأسبوع . وبالطبع يفضل أن يحسب المؤشر المجمع على فترة أطول .

جدول ١٢ ــ ١
كيفية حساب المؤشر المجمع

اليوم	أسهم حققت ارتفاعا	أسهم حققت انخفاضا	المؤشر
الاثنين	٨٠٠	٣٠٠	٥٠٠
الثلاثاء	٥٠٠	٧٠٠	٣٠٠
الاربعاء	٣٠٠	٨٠٠	٢٠٠ــ
الخميس	١١٠٠	٨٠٠	١٠٠
الجمعة	٩٠٠	٥٠٠	٥٠٠

ويعتقد الفنيين أن هذا المقياس ــ شأنه فى ذلك شأن المقياس البديل السابق ــ يعد مؤشراً لاتساع السوق Breadth Market الذى سنعرض له فى الفصل الخامس عشر ، وذلك على أساس أنه يكشف عن مدى التقلب فى أسعار الأسهم (Fischer & Jordan, 1987, P. 515) . أما الفكرة الأساسية وراء المؤشر ، فهى محاولة معرفة ما إذا كانت حركة المؤشر المجمع تسير جنباً إلى جنب مع حركة مؤشر دو جونز ــ أو غيره من المؤشرات المماثلة ــ أم لا . فمن المعتقد أن الارتفاع المضطرد فى مؤشر دو جونز مثلاً ، لا يمكن أن يستمر لفترة طويلة ، ما لم تكن أسعار معظم الأسهم تتجه نحو الصعود . وعليه إذا اتضح أن المؤشر المجمع يتجه نحو الصعود ، فى الوقت الذى يتجه فيه أيضاً مؤشر دو جونز نحو الصعود ، فإن هذا يعد مؤشراً على أن الاتجاه الصعودى للأسعار سوف يستمر (Huang & Randall, 1987, P. 423) وذلك بدرجة عالية من اليقين .

كذلك يعتقد الفنيين أنه إذا كانت قيمة المؤشر المجمع + ٢٠٠٠ أو أكثر لمدة لا تقل عن عشرة أيام متتالية ، فإن هذا يعنى أن حركة الشراء مغال فيها ،

وأن مستوى الأسعار أعلى ما ينبغى ، ويتوقع له الهبوط فى المستقبل القريب . أما إذا كانت قيمة المؤشر ـــ ٢٠٠٠ أو أقل من ذلك لمدة لا تقل عن عشرة أيام متتالية ، فإن هذا يعنى أن العرض أكبر من الطلب ، وأن الأسعار أقل مما ينبغى ، ويتوقع أن ترتفع Rebound فى المستقبل القريب .

وأخيراً هناك مقياس آخر لميل المستثمر هو نسبة الأسهم التى أبرمت عليها صفقات البيع على المكشوف Short Interest Ratio والتى تقاس بالمعادلة ١٢ ـــ ٤ .

$$\text{نسبة البيع على المكشوف} = \frac{\text{المتوسط اليومى لصفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط اليومى للصفقات}}$$

(١٢ ـــ ٤)

وبالنسبة لحجم الصفقات التى تبرم (مقام النسبة) فعادة ما تعلنه البورصات لحظة بلحظة . أما حجم صفقات البيع على المكشوف (بسط النسبة) فعادة ما تنشر على أساس شهرى ، ومن ثم يمكن إيجاد المتوسط اليومى لها بالقسمة على عدد أيام العمل فى الشهر .

ويعتقد الفنيين فى أن ارتفاع تلك النسبة (وهو ما ينجم عن تزايد صفقات البيع على المكشوف التى يبرمها المضاربين) يعد مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع فى المستقبل ، ومن ثم يتوقع أن يسعى المضاربين (باعتبارهم المتعاملين الأساسيين فى البيع على المكشوف) إلى تغطية مراكزهم لمواجهة تلك التوقعات ، وذلك بشراء تلك الأسهم من السوق ، مما يترتب عليه زيادة فى الطلب وارتفاع الأسعار بالتبعية .

أما أنصار التحليل الأساسى فيفسرون نتائج ذلك المؤشر بطريقة عكسية (French, 1989, P. 377) إذ يعتقدون فى أنه كلما ارتفعت تلك النسبة (أى كلما اتجه المضاربين إلى عقد المزيد من هذه الصفقات) كلما كان ذلك مؤشراً لاتجاه أسعار السوق نحو الانخفاض . ذلك أن المضاربين عادة ما يسعون إلى

ابرام تلك الصفقات عندما يتولد لديهم اعتقاد بأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الهبوط . وسواء كان المستثمر من أنصار التحليل الفنى أو التحليل الأساسى ، فإن عليه متابعة التغيرات التى تحدث فى ظل ذلك المقياس ، لكى يستنتج منه الاتجاه المستقبلى لأسعار الأسهم فى السوق ، بما يتلاءم مع معتقداته .

وقبل أن نختم مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين نكرر أنها تقوم على اعتقاد فى أنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق ، من حيث التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة . وإذا ما كان هذا الاعتقاد صحيحاً فإنها تعد بحق أساساً يعتمد عليه فى توقيت اتخاذ قرارات الاستثمار . فعندما يعطى المقياس مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع يكون المناخ مناسباً لاتخاذ قرارات الشراء ، وعندما يعطى المقياس مؤشراً على أن الأسعار فى طريقها إلى الانخفاض يكون قرار البيع هو القرار الحكيم .

٢ ــ مقاييس وجهة النظر المضادة :

تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة Contrary Opinion على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة ، خاصة عندما تكون أسعار السوق فى طريقها إلى التحول . وبناء عليه فإن الاستراتيجية الناجحة تقتضى معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين ، وعلى ضوئها تتخذ قرارات عكسية . ومن أكثر تلك المقاييس شيوعاً مؤشر توازن الكميات الكسرية Odd-Lot Balance Index الذى يقاس بالمعادلة ١٢ ــ ٥ :

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}} \qquad (١٢ــ٥)$$

وكما سبقت الاشارة فى الفصل الرابع ، يقصد بالكمية الكسرية صفقات البيع والشراء التى لا تتجاوز الكمية التى تتضمنها عن ١٠٠ سهم ، والتى عادة ما يبرمها صغار المستثمرين . ووفقاً لذلك المؤشر إذا كانت القيمة أكبر من

الواحد الصحيح فإن ذلك يعنى أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترواتهم ، أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح حينئذ تكون مبيعاتهم أقل من مشترواتهم . ولكن ما هى الحكمة وراء ذلك المؤشر ؟ وكيف يمكن أن يكون أساساً لتوقيت قرار الاستثمار ؟

من المتفق عليه أن المعلومات المتاحة لصغار المستثمرين عادة ما تكون أقل من تلك التى تتاح للمستثمرين المحترفين ، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمر محتملاً . يضاف إلى ذلك أنه قد لوحظ أن صغار المستثمرين ـــ حتى لو توافرت لديهم المعلومات ـــ عادة ما ينتظرون طويلاً قبل انتهاز فرصة متاحة . فمثلاً عندما تأخذ الأسعار فى الاتجاه نحو الصعود فإنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية . بل وعادة ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها . وعليه فعندما يبدأ هؤلاء فى إصدار أوامر بالشراء ، يكون الوقت ملائماً للمستثمر المحترف أن يصدر أوامر بالبيع . ومعنى هذا أن على المستثمر الذى يسترشد بذلك المؤشر أن ينتظر نقطة التحول فى قيمة المؤشر ، فعندما يتجه نحو النزول عليه أن يقوم بالبيع ، أما عندما يتجه نحو الصعود فعليه أن يقوم بالشراء .

وينتقد فرنش (French, 1989, P. 378) هذا المؤشر على أساس أن التعامل فى الكميات الكسرية لا يقتصر على صغار المستثمرين . فلو أن إحدى المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار تمتلك ٢٥٠٠ سهم من أسهم منشأة معينة اتخذت قراراً باشتقاق الأسهم على أساس ٣ أسهم لكل سهمين ، فسوف يكون من نتيجة ذلك زيادة فى عدد الأسهم المملوكة إلى ٣٧٥٠ سهم . وإذا ما قررت المؤسسة التخلص من تلك الأسهم ، فإن الخمسين سهماً ستعامل معاملة الصفقات الكسرية ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الرابع . ولا يعد هذا هو الانتقاد الوحيد . ذلك أن الواقع لم يثبت أن غالبية قرارات صغار المستثمرين هى قرارات خاطئة .

٣ ـــ مقاييس المستثمر المحترف :

من الاعتقادات الشائعة أن الصفقات التى يبرمها المستثمرين المحترفين Professional Investors ويقصد بها الصفقات التى تبرمها المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار ، وكذا الصفقات التى يبرمها كبار المديرين والملاك ـــ بصفتهم الشخصية ـــ على أسهم المنشآت التى يعملون بها ، عادة ما يتولد عنها عائد متميز . ومن المعتقدات كذلك أن المتخصصين Specialists الذين سبقت الإشارة إليهم فى الفصل الثالث يمكن اعتبارهم بمثابة مستثمرين لديهم معلومات عن المنشآت لا تتاح لغيرهم Inside Information الأمر الذى يتيح لهم فرصة تحقيق أرباح متميزة (Securities & Exchange Commission, 1964, P. 54) . وعلى ضوء تلك المعتقدات ـــ التى يؤكدها الواقع ـــ يصبح تتبع قرارات هؤلاء المستثمرين ومحاكاتها Follow the Smart Money أمراً ذا مغزى .

وفى هذا الصدد تقدم المعادلة ١٢ـــ٦ مقياسا شائعا يستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين ، يطلق عليه نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين Specialists' Short Sales Ratio .

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

(١٢ ـــ ٦)

وفى بورصة نيويورك يبلغ المتوسط التاريخى لتلك النسبة ٠,٥٥ . لذا فعندما تصل النسبة المحسوبة إلى حوالى ,٦ فإن الفنيين Technicians يفسرونها على أن المتخصصين فى شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار فى المستقبل . أما عندما تصل النسبة إلى أكثر من ,٦٥ فإن هذا يعد مؤشراً من وجهة نظرهم على أن أسعار السوق فى طريقها إلى انخفاض مؤكد . ومن ناحية أخرى إذا كانت النسبة أقل من ,٤٥ فإن هذا مدعاة للإعتقاد أن أسعار السوق ستأخذ طريقها نحو الصعود . أما إذا كانت النسبة أقل من ,٤٠ فإن هذا يعنى أن من المؤكد أن الأسعار ستتجه نحو الصعود .

ورغم أن هذا المقياس يعد مؤشراً ناجحاً لتوقيت قرارات الاستثمار ، إلا أنه يصعب على المستثمر العادى الاستفادة به (Reilly & Whitford, 1982) . ذلك أن البيانات عن صفقات البيع على المكشوف التى يبرمها المتخصصين تنشر بعد أسبوعين من إعدادها ، وهو فترة طويلة نسبياً يتوقع أن تكون فيها أحوال السوق قد تغيرت ، ومن ثم يصعب الاستفادة من النتائج التى يسفر عنها المؤشر .

وبالاضافة إلى تلك النسبة هناك مؤشر الكميات الكبيرة Big Block Index ويقصد بها الصفقات التى تبرمها المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار والتى عادة ما تكون فى حدود ٥٠ الف سهم أو أكثر فى الصفقة الواحدة . ونظراً لأن إدارة تلك الاستثمارات عادة ما يتولاها مديرون محترفون يحققون عوائد متميزة ، فإن السير على هداهم يمكن أن يكون مثمراً . وتشير المعادلة ١٢ — ٧ إلى الصورة التى يكون عليها هذا المؤشر (Zweig, 1983) :

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$$

(١٢ — ٧)

ويقصد ببسط المؤشر عدد الصفقات الكبيرة التى أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة Big Block Uptick . أما مقام المؤشر فيقصد به عدد الصفقات الكبيرة التى أبرمت بسعر أعلى من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة ، إضافة إلى عدد الصفقات التى أبرمت بسعر أقل من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة Big Block Downtick . وبالنسبة للصفقات التى تبرم بنفس السعر الذى أبرمت به آخر صفقة فلا تؤخذ فى الحسبان .

أما المنطق الذى يقوم عليه هذا المؤشر فهو أن إبرام تلك الصفقات بأسعار أعلى عن ذى قبل ، يعد مؤشراً على حماس المشترين على إبرام تلك الصفقات . أما الصفقات التى تبرم بأسعار أقل عن ذى قبل فإنها ترجع لرغبة البائع فى

تشجيع المشترى . وبناء عليه فإن إزدياد الصفقات التى تبرم بأسعار أعلى عن ذى قبل تعد مؤشراً على اتجاه أسعار السوق نحو الارتفاع ، وهو ما يعنى أن التوقيت ملائم لإبرام صفقات الشراء . والعكس إذا كانت الصفقات التى تبرم بأسعار أقل فى ازدياد . وكما يبدو فإن قيمة المؤشر تتراوح بين صفر ، ١ . وكلما اقترب قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض Bearish Market . أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود Bullish Market .

وغنى عن البيان أن المجموعات الثلاث من المؤشرات التى عرض لها هذا القسم تخص الولايات المتحدة ، ومن ثم فإن القيم الارشادية التى أشير إليها قد لا تكون صالحة للتطبيق فى أسواق رأس المال فى العالم العربى . هذا بالطبع يعنى ضرورة تشجيع البحوث والدراسات التى من شأنها أن تضع أمام المستثمر قيم إرشادية ، يهتدى بها فى شأن توقيت اتخاذ القرار الاستثمارى فى أسواقنا المحلية .

أدوات التحليل الفنى لسعر السهم :

حتى يتمكن المحلل الفنى من تحديد السهم الذى ينبغى شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك ، عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير فى أسعار الأسهم فى السوق بصفة عامة وهو ما تناوله القسم السابق . بعد ذلك يمكنه أن يتفرغ لتحليل نمط التغير فى سعر السهم محل الاهتمام وهو ما سنعرض له فى هذا القسم . وفى هذا الصدد يعتقد الفنيين Technicians أو ما يطلق عليهم أحياناً براسمى الخرائط Chartists فى أن حركة التغير فى سعر السهم عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً ، يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر فى المستقبل (Edwards & Magee, 1958, P. 6; Jiler, 1962, P. 21) . وإذا كان هذا هو الاعتقاد الجوهرى للمحللين الفنيين بشأن التغير فى سعر سهم معين ، فإن هناك معتقدات أخرى لا تقل أهمية ، نعرض لها أولاً ثم نتبعها بتناول أدوات التحليل التى هى محور الاهتمام فى هذا القسم .

المعتقدات الأساسية للتحليل الفني :

تتعلق تلك المعتقدات باتجاه حركة الأسعار ، والعلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار ، والمستويات المساعدة والمقاومة .

١ ـــ اتجاه حركة الأسعار :

يعتقد الفنيين Technicians or Chartists فى أن حركة أسعار الأسهم تنسجم مع قانون قوة الدفع أو قوة الصدمة Law of Interia or Momentum التى تخضع له حركة الأشياء . فالشيء المتحرك يستمر فى حركته وفى نفس الاتجاه حتى يواجه قوة مضادة فيتغير اتجاه حركته . وهذا ما ينطبق على حركة أسعار الأسهم . فسعر السهم يسير فى اتجاه صعودى أو هبوطى حتى يواجه تغيراً فى العلاقة بين قوى العرض والطلب ، وحينئذ يتغير الاتجاه (Huang & Randall, 1987, P. 430) .

٢ ـــ العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار :

تمثل العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار جوهر نظرية تشارلز دو التى سبق تناولها فى القسم الثالث من هذا الفصل . فوفقاً لتلك النظرية إذا كان الاتجاه الأساسى لسعر السهم صعودى Primary Upward Trend على النحو الموضح فى شكل ١٣ـــ٢ ، حينئذ يزداد حجم التعامل مع الزيادة فى السعر ، كما ينخفض حجم التعامل مع انخفاض السعر . أما عندما يكون الاتجاه الأساسى لسعر السهم نزولى Primary Downward Trend يزداد حجم التعامل مع انخفاض السعر ، بينما يتضاءل مع ارتفاع السعر (Huang & Randall, 1987, P. 431) . كذلك توصلت دراسة يانج (Ying, 1967) إلى نتائج أخرى من أهمها :

١ ـــ حجم التعامل الصغير Small Valume يصحب انخفاض الأسعار .
٢ ـــ حجم التعامل الكبير Large Valume يصحب ارتفاع الأسعار .

٣ ـ الزيادة الكبيرة فى حجم التعامل تصحب الارتفاع الكبير فى الأسعار ، كما تصحب الانخفاض الكبير فيها .

٤ ـ يصحب حجم التعامل الكبير ارتفاع فى الأسعار .

٥ ـ إذا انخفض حجم التعامل تدريجياً فى خمسة أيام متتالية Five Trading Days كان ذلك مؤشراً على هبوط الأسعار فى أربعة أيام متتالية .

٦ ـ إذا زاد حجم التعامل تدريجياً فى خمسة أيام متتالية ، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع الأسعار فى الأربعة أيام التالية .

ويضيف فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, 1987, P. 533) أن زيادة حجم التعامل مع ارتفاع الأسعار يعد أمراً طيباً ، أما زيادة حجم التعامل مع انخفاض السعر فيعد أمراً غير مرغوباً فيه . أما إذا انخفض حجم التعامل فى الوقت الذى ينخفض فيه السعر فإن هذا يعد مؤشراً جيداً إذ يعنى نضوب فى العرض ، وعلى العكس إذا حدث انخفاض فى حجم التعامل عندما تكون الأسعار فى صعود فإن هذا يعد أمراً سيئاً إذ يعنى نضوب فى الطلب .

٣ ـ المستويات المساعدة والمقاومة :

ترتبط فكرة المستويات المساعدة والمقاومة Support and Resistance Levels بسلوك المستثمر نفسه . فعندما يتخذ بعض المستثمرين قراراً خاطئاً بعدم الشراء فى الوقت الذى وصل فيه سعر السهم إلى مستوى متدنى ثم ارتفع السعر بعد ذلك ، فإنهم يشعرون بالندم . وما أن ينخفض السعر مرة أخرى إلى ذلك المستوى ، نجدهم يسارعون فى الشراء . ويطلق على هذا المستوى المتدنى بالمستوى المساعد Support Level وهو كما يبدو مستو منخفض سبق أن وصل إليه سعر السهم ويصعب أن يذهب إلى أبعد منه ، وعنده يتوقع أن يزداد التعامل النشط على السهم نظراً لزيادة الطلب . أما مصدر التعامل فيأتى من ثلاث مجموعات من المستثمرين : المستثمرين الذين ندموا على عدم الشراء عندما وصل السعر إلى هذا المستوى فى الماضى ، والبائعين على المكشوف الذين باعوا السهم من قبل بأسعار مرتفعة ، وأخيراً المستثمرين الذين يميلون بطبيعتهم

إلى شراء السهم عندما تنخفض قيمته السوقية Value Conscious Investors دون أى اعتبار آخر (Huang & Randall, 1987, P. 431) .

وعلى العكس من ذلك عندما يكتشف المستثمرين أن سعر السهم قد انخفض بعد أن قاموا بشرائه ، فإنهم يشعرون بالندم وينتظرون لحظة أن يرتفع سعر السهم إلى المستوى الذى سبق أن اشتروه به . وما أن تأتى تلك اللحظة إلا ونجدهم يسارعون فى البيع دون أن يحققوا ربحاً أو خسارة . ويطلق على هذا المستوى بمستوى المقاومة Resistance Level وهو كما يبدو مستوى مرتفع لسعر السهم يصعب أن يتعداه ، وعنده يتوقع أن تزداد الكمية المعروضة من السهم للبيع (Reilly, 1985, P. 484) .

وغنى عن البيان أنه ببلوغ سعر السهم مستوى المقاومة يتوقع له أن يأخذ فى الهبوط Reversed وذلك تحت وطأة زيادة العرض . وعلى العكس من ذلك عندما يبلغ سعر السهم مستوى المساعدة يتوقع له أن يأخذ فى الارتفاع ، تحت تأثير التعامل النشط الناجم عن زيادة الطلب (Fischer & Jordan, 1987, P. 533) .

وإذا كانت هذه المعتقدات الأساسية للفنيين ، فما هى أدواتهم التى يعتمدون عليها فى تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ قرار الاستثمار ؟ هذا ما سوف نجيب عليه فيما تبقى من الصفحات المخصصة لهذا القسم .

أدوات التحليل الفنى لأسهم المنشآت :

كما سبق أن ذكرنا يطلق على الفنيين Technicians بأولئك الذين يعتمدون على الخرائط البيانية Chartists فى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية . إذ يقومون بدراسة نمط التغير فى سعر السهم عبر الزمن من خلال خرائط بيانية ، للخروج منه برؤية عن اتجاه حركة السعر فى المستقبل . وفى هذا الصدد نعرض لأربع أدوات رئيسية هى : مؤشر القوة النسبية للسهم ، ومؤشر المتوسط المتحرك ، وخرائط الأعمدة البيانية ، وخرائط النقطة والشكل .

١ ــ مؤشر أو خريطة القوة النسبية :

تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب فى أسعارها . فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق فى صعود Bull Market ، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق فى هبوط Bear Market . ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم التى تتسم أسعارها بقوة نسبية Relative Strength . وهى أسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز (Jensen & Bennington, 1970, Levy, 1966 and 1967) .

هذا وتقاس القوة النسبية لسعر السهم بطرق مختلفة (Francis, 1986, P. 517) منها حساب معدل العائد على الاستثمار فى كل سهم ، ثم تصنيف تلك الأسهم التى تتميز بارتفاع متوسط معدل الاستثمار ــ خلال فترة زمنية معينة ــ على أنها أسهم تتسم بقوة نسبية . ومن الطرق الشائعة أيضاً فى حساب تلك القوة هو حساب نسبة سعر السهم ــ خلال فترة زمنية معينة ــ إلى قيمة مؤشر الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة المصدرة للسهم ، وأيضاً إلى قيمة أحد مؤشرات السوق التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل السابع . ويوضح جدول ١٢ ــ ٢ كيفية حساب القوة النسبية للسهم ، على أساس بيانات مفترضة :

يشير جدول ١٢ ــ ٢ إلى أن سعر سهم المنشأة المعنية كان فى ارتفاع مضطرد بمعدل أسرع من متوسط ارتفاع أسعار الأسهم فى الصناعة التى تنتمى إليها . ففيما بين عامى ١٩٩٠ ، ١٩٩١ ارتفعت نسبة سعر السهم إلى متوسط قيمة مؤشر الصناعة (ش /ص) من ١,٧٨ إلى ٢,٠ . وخلال ذات الفترة انخفضت نسبة متوسط أسعار أسهم الصناعة إلى متوسط أسعار السوق (ص /س) من ٠٨١, إلى ٠٧٢, . غير أن الملاحظ أن أداء السهم ــ خلال العامين المذكورين ــ مقارنة بأداء السوق ككل لم يكن متميزاً . فنسبة سعر السهم إلى متوسط قيمة مؤشر السوق (ش /س) لم يطرأ عليها أى تغيير

جدول ١٢ ـــ ٢
كيفية حساب القوة النسبية للسهم*

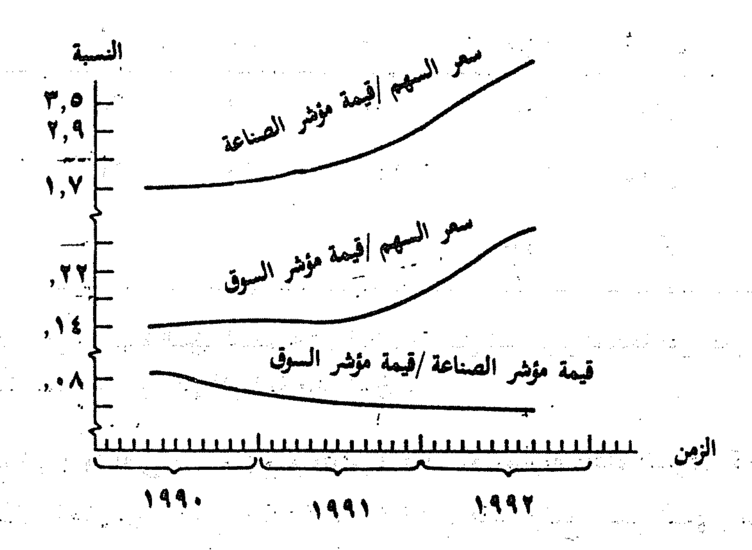
السنة	ش	ص	س	ش/ص	ش/س	ص/س
١٩٩٠	٣٠	١٧	٢١٠	١ر٧٨	١٤٤ر	٠٨١ر
١٩٩١	٣٦	١٨	٣٥٠	٢ر٠٠	١٤٤ر	٠٧٣ر
١٩٩٢	٧٣	٣٠	٣٨٥	٣ر٦٠	٣٥٣ر	٠٧٠ر

* ش تمثل متوسط القيمة السوقية للسهم خلال السنة ، ص تمثل قيمة مؤشر الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة المصدرة للسهم ، س تمثل قيمة مؤشر السوق .

(١٤٤,) بما يعنى أن السهم لم يظهر قوة نسبية مقارنة بأداء السوق ككل . واختلف الحال بين عامي ١٩٩١ ، ١٩٩٢ . فقد ارتفع سعر السهم مقارنة بمتوسط الصناعة (ش /ص) وأيضاً مقارنة بمتوسط السوق (ش /س) . كل ذلك فى الوقت الذى لم يطرأ فيه أى تحسن على متوسط أسعار الأسهم للصناعة مقارنة بمتوسط أسعار السوق (ص /س) بل وربما انخفضت قليلاً .

وعادة ما يقوم الفنيين بوضع بيانات الجدول المذكور على رسم بيانى ، على النحو الموضح فى شكل ١٢ ـــ ٣ بما يجعل الصورة أكثر وضوحاً (Francis, 1986, P. 519) . فكما يبدو لم يظهر متوسط أسعار أسهم الصناعة قوة نسبية مقارنة بمتوسط أسعار السوق ، وذلك فى الوقت الذى أظهر فيه سعر السهم للمنشأة قوة نسبية مقارنة بكل من متوسط الصناعة ومتوسط السوق . هذا وبعد أن يعد المحلل خرائط أو رسوماً بيانية مماثلة لعدد كبير من المنشآت فى داخل صناعات مختلفة ، خلال فترة زمنية محددة ، يمكنه أن يحدد الصناعات والمنشآت التى حققت أسهمها قوة نسبية متميزة . وهذه بالطبع معلومة لها أهمية كبيرة فى قرارات الاستثمار ، وذلك طالما أن القوة النسبية للسهم تعنى تحقيق عائد متميز كما سبقت الاشارة .

شكل ١٢ ـــ ٣
القوة النسبية للسهم



٢ ـــ مؤشر أو خريطة المتوسط المتحرك :

يعتقد الفنيين فى أن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك فى إتجاه معين . وفى محاولة للوقوف على هذا الاتجاه عادة ما يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم ، خلال فترة زمنية عادة ما تكون ٢٠٠ يوم ، أو ٣٠ أسبوع . بل وقد يقومون بحسابه كل ١٠ أسابيع للوقوف على طبيعة الاتجاه فى المدى المتوسط . كما يمكن لأغراض الاتجار حساب المتوسط المتحرك كل عشرة أيام (Huang & Randall, 1987, P. 422) .

ولتوضيح فكرة المتوسط المتحرك سنفترض أننا بصدد حسابه لفترة عشرة أسابيع . فى هذه الحالة يتم حساب متوسط السعر عن آخر عشرة أسابيع (على أساس سعر الاقفال فى نهاية الأسبوع) وذلك بإيجاد مجموع السعر خلال تلك الفترة ثم قسمته على ١٠ للحصول على المتوسط . وفى نهاية الأسبوع الثانى يضاف سعر هذا الأسبوع بينما يستبعد سعر أول أسبوع فى السلسلة الزمنية ،

ويتم حساب المجموع ثم يقسم على ١٠ وهكذا . ويميل الفنيين إلى إظهار المتوسط المتحرك وسعر الاقفال الأسبوعى على خريطة بيانيه ، مثل تلك التى تظهر فى شكل ١٢ ـــ ٤ (Huang & Randall, 1987, P. 422) وذلك عن فترة قوامها ٣٠ أسبوع . ويشير فرنسيس (Francis, 1986, P. 522) ورادكليف (Radcliff, 1982, P. 604) إلى أن قرار الشراء يكون مناسباً عندما يكون :

١ ـــ منحنى المتوسط المتحرك مفرطحاً Flat إلى الخارج ، وأن كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك متجه للصعود .

٢ ـــ السعر الفعلى للسهم أسفل منحنى المتوسط المتحرك المتجه للصعود .

٣ ـــ المتوسط المتحرك أسفل السعر الفعلى للسهم الذى يتجه نحو الهبوط ثم يعود مرة أخرى ـــ أى سعر السهم ـــ إلى الارتفاع دون أن يبلغ مستوى المتوسط المتحرك .

أما قرار البيع فيكون مناسباً عندما يكون :

١ ـــ منحنى المتوسط المتحرك مفرطحاً للخارج ، وأن كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك متجه إلى الهبوط .

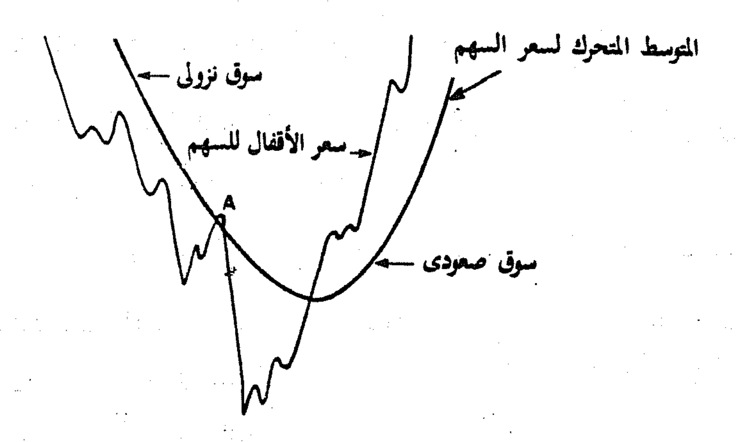
٢ ـــ السعر الفعلى للسهم يرتفع إلى مستوى أعلى من المتوسط المتحرك الذى يتجه إلى الهبوط .

٣ ـــ المتوسط المتحرك أعلى من السعر الفعلى للسهم الذى يتجه إلى الصعود ثم يعود مرة أخرى ـــ أى سعر السهم ـــ إلى الهبوط .

ومن الواضح أن الهدف من المتوسط المتحرك اكتشاف ما إذا كان التذبذب فى السعر مؤقتاً ، أم أنه يسير مع الاتجاه العام الذى يفصح عنه المتوسط المتحرك .

ويضيف هيونج ورندال (Huang & Randall, 1987, P. 422) أن مدخل

شكل ١٢ ـــ ٤
خريطة سعر الاقفال الأسبوعى
للسهم ، ومتوسطه المتحرك خلال ٣٠ أسبوع



المتوسط المتحرك يمكن أن يستخدم للوقوف على حقيقة متوسط أسعار السوق ككل . وفى هذه الحالة يكون السوق صعودى Bull Market إذا كان المتوسط المتحرك فى صعود ، وقيمة المؤشر الفعلية أعلى من المتوسط المتحرك . وعلى العكس من ذلك يكون الاعتقاد فى أن السوق نزولى Bear Market عندما يكون منحنى المتوسط المتحرك يتجه إلى الهبوط ، فى الوقت الذى تكون فيه القيمة الفعلية للمؤشر أقل من المتوسط المتحرك .

٣ ـــ خرائط الأعمدة :

هناك نماذج متعددة لخرائط الأعمدة البيانية Bar Chart وتتمثل تلك الخرائط فى شكل بيانى محوره الرأسى سعر السهم ، أما محوره الأفقى فيمثل تاريخ ذلك السعر . وأمام كل تاريخ عمود يكشف عن أقصى سعر وأدنى سعر فى ذلك التاريخ ، كما قد توجد علامة على العمود تشير إلى سعر الاقفال . وبالطبع قد يمثل العمود السعر فى يوم معين ، أو متوسط السعر فى أسبوع معين أو شهر معين ، أو لأى فترة أخرى . وفى أسفل الخريطة يوجد حجم الصفقات التى

أبرمت فى التاريخ الذى يشير إليه المحور الأفقى ، والسعر الذى يشير إليه المحور الرأسى . ومن الخرائط الشائعة ــ وليس بالضرورة أهمها ــ خريطة المستويات المساعدة والمقاومة ، وخريطة الرأس والأكتاف ، إلى جانب خرائط أخرى مثل المثلث والمستطيل .

أ ــ خريطة المستويات المساعدة والمقاومة :

يصور شكل ١٢ ــ ٥ /خريطة المستويات المساعدة والمقاومة التى تقوم على تصور لسلوك المستثمرين (Radcliff, 1982, P. 610) على النحو الذى سبقت الاشارة إليه . وكما يبدو فإن المستوى المساعد هو مستوى سعر متدنى ، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيراً ، أما مستوى المقاومة فهو مستو عال للسعر ، واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيراً . وحتى إذا حدث هبوط فى السعر عن المستوى المتدنى ، أو ارتفاع عن السعر العالى Break-through فإنه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق .

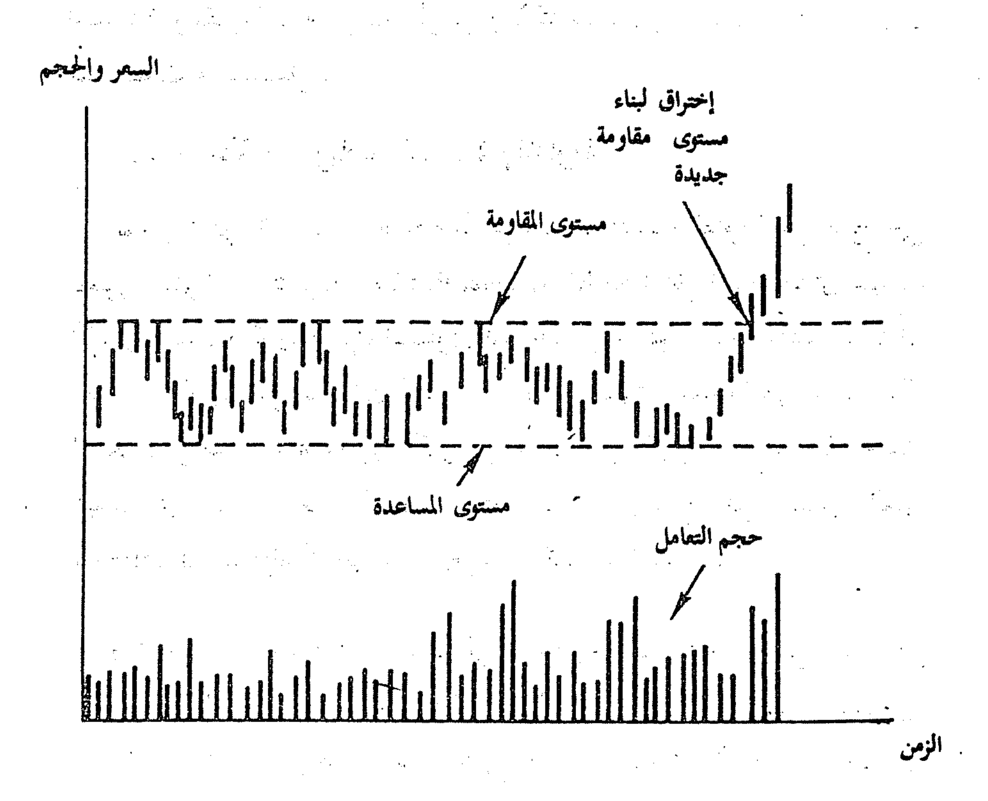
وكما سبقت الاشارة فإن توقيت قرارات البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة ، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة . ويعتقد بعض الفنيين أنه إذا ارتفعت الأسعار عن مستوى المقاومة الحالى ، فإن هذا يعنى أن مستوى مقاومة جديد سوف يظهر ، وأن مستوى المقاومة الحالى سيعتبر بمثابة مستوى مساعده ، وهو ما يوضحه الشكل ١٢ ــ ٧ الذى سنشير إليه فيما بعد .

ب ــ خريطة الرأس والأكتاف :

من أنماط حركة السعر التى يبحث عنها الفنيين Chartists نمط الرأس والأكتاف Head and Shoulders Move ، الذى يوضحه شكل ١٢ ــ ٦ (Radcliffe, 1982, P. 609) الذى يتضمن أربعة مكونات أساسية :

١ ــ ارتفاع مضطرد فى الأسعار نتيجة لزيادة مضطردة فى حجم الصفقات

شكل ١٢ ــ ٥
خريطة المستويات المساعدة والمقاومة



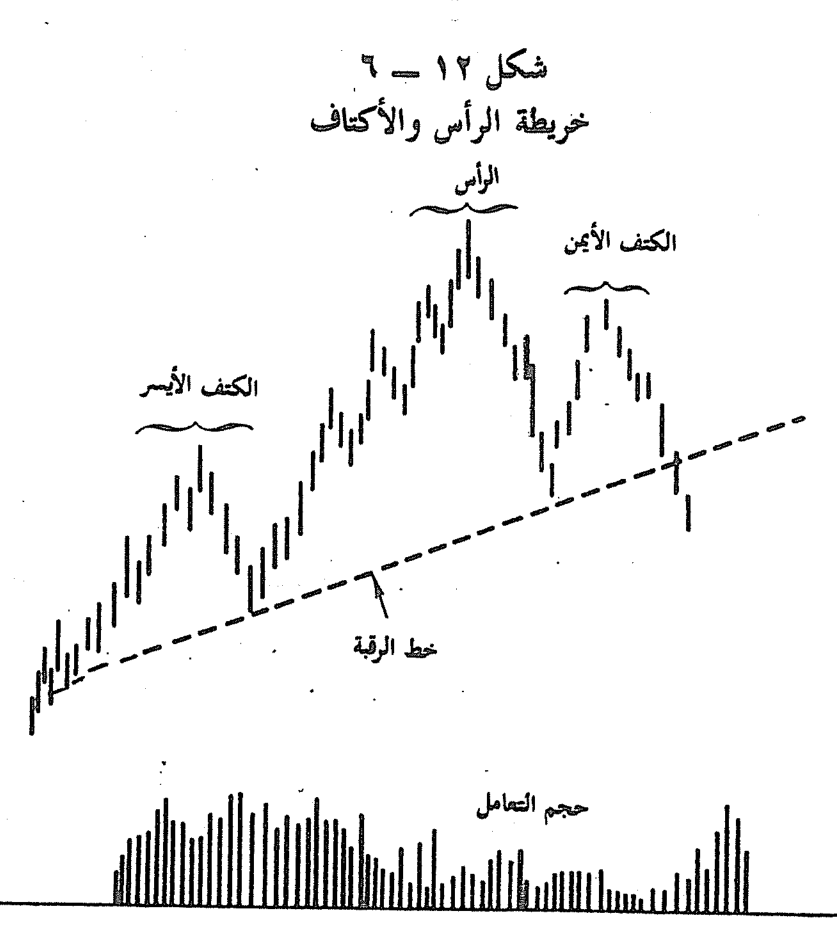
يصل حتى مستوى معين ، يتبعه انخفاض ثانوى فى حجم الصفقات يؤدى إلى انخفاض فى السعر ، مكوناً بذلك الكتف الأيسر Left Shoulder .

٢ ــ زيادة فى حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرد فى السعر ، ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر . يتبع ذلك انخفاض فى حجم الصفقات ، يترتب عليه انخفاض فى السعر يصل إلى مستوى أعلى قليلا من المستوى المتدنى الذى وصل إليه الكتف الأيسر ، ولكنه أقل قليلا من مستوى قمة الكتف الأيسر ، وهذا ما يكون الرأس Head .

٣ ــ زيادة فى حجم الصفقات وإن كان ذلك بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة فى حجم الصفقات التى ساهمت فى بناء الكتف الأيسر والرأس . وكما يشير الشكل تفشل هذه الزيادة فى أن تصل بالأسعار إلى مستوى يعادل قمة الرأس ، ثم تأخذ بعد ذلك فى الهبوط مكونة الكتف الأيمن Right Shoulder .

٤ ــ حدوث انخفاض فى السعر فى نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة Neckline الذى يمثل التماس لأدنى مستوى سِعْرِى للرأس والأكتاف ، وتعد هذه من وجهة نظر الفنيين مؤشراً لتوقيت ملائم لقرار البيع (Francis, 1986, P. 508) .

شكل ١٢ ــ ٦
خريطة الرأس والأكتاف



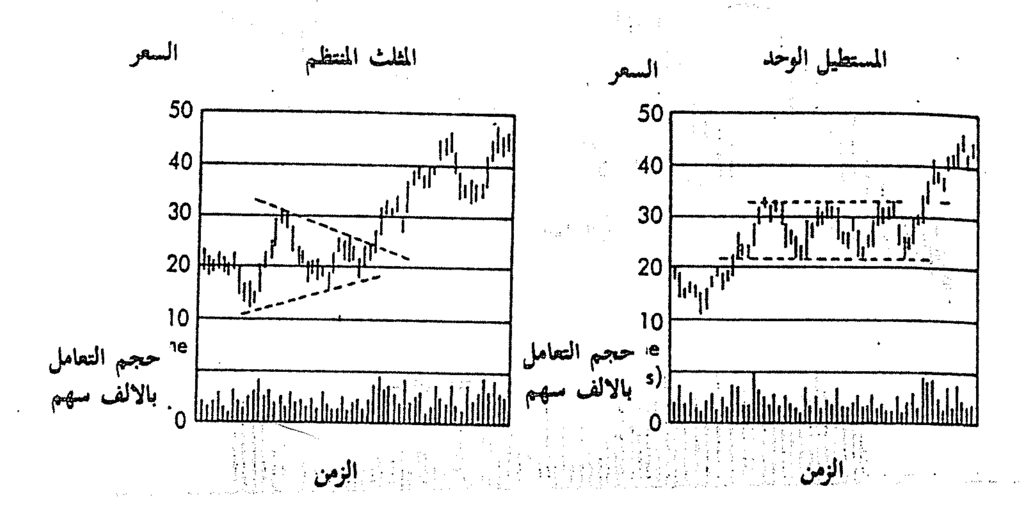
حـ ـ خرائط أخرى :

إلى جانب خريطة المستويات المساعدة والمقاومة ، وخريطة الرأس والأكتاف . توجد خرائط أخرى ذات أعمدة وهى خريطة المثلث المنتظم ، وخريطة المستطيل الموحدة التى يوضحهما شكل ١٢ ـ ٧ (Fischer & Jordan, 1987, P. 528) . فخريطة المثلث المنتظم Symmetric Triangle Chart تكشف عن نمط محتمل فى حركة سعر السهم ، وفى ظلها يوصى بأن يكون توقيت قرارات الشراء عندما يصل السعر إلى أقل مستوى له (Jiler, 1962, P. 120; Huang & Randall, 1987, P. 434) .

أما خريطة المستطيل الموحدة Consolidation Rectangle Chart والتى تضم كل المستطيلات الممثلة فى حركة السعر ، فإنها تبدو مماثلة ـ إلى حد ما ـ لخريطة المستويات المساعدة والمقاومة ؛ ومن ثم يكون توقيت القرارات الاستثمارية مماثلا . غير أن ما ينبغى الاشارة إليه أن خريطة المستويات تتسم بصفة لا تتوافر لخريطة المستطيل ، ففى خريطة المستويات قد تتحرك الأسعار

شكل ١٢ ـ ٧

خرائط أخرى



إلى مستوى مقاوم أعلى (مستوى جديد) ، وحينئذ يصبح مستوى المقاومة القديم مستوى مساعده .

٤ ــ خريطة النقطة والشكل :

فى خريطة النقطة والشكل Point-and Figure Chart يمثل المحور الرأسى سعر السهم ، أما المحور الأفقى فلا يمثل عنصر الزمن كما لا يمثل أى شيء آخر . ولا يسجل السعر الجديد للسهم على الخريطة إلا إذا كان التغير فيه بحجم معين يحدده المحلل مثل ١/٢ ، أو ١ ، أو ٢ .... وهكذا . أما النمط الأكثر شيوعاً فهو التغير الذى يكون قيمته وحده واحدة One-Point Scale وهذا يعنى أن السعر لا يسجل على الخريطة إلا إذا كان التغير برقم غير كسرى مثل ١ ، ٢ ، ٣ ... (Huang & Randall, 1987, P. 435) . وإذا ما حقق السهم ارتفاعاً فى السعر فيسجل حرف إكس X أمام السعر الجديد ، أما إذا انخفض السعر فيسجل حرف أو O أمام المستوى الذى انخفض إليه السعر .

ولا يظهر الحرف X أو الحرف O فى نفس العمود . ذلك أن كل عمود يمثل أما إتجاه صعودى أو اتجاه نزولى ، ولا يمكن أن يمثل الاتجاهين معاً . وإذا ما حدث تغير فى السعر فى اتجاهين متضادين (ارتفاع بعد انخفاض سابق ، أو انخفاض بعد ارتفاع سابق) فيتم التسجيل فى العمود التالى ف جهة اليمين . وف بعض الخرائط يسجل أمام أول سعر على الخريطة شكل مربع أو أى شكل آخر ، وذلك طالما أن السعر الأول لا يعكس اتجاه صعودى أو نزولى . ولتوضيح الفكرة سوف نفترض أن جدول ١٢ ــ ٣ يمثل التغير الذى طرأ على سعر سهم إحدى المنشآت خلال فترة معينة ، وأن تم تفريغه فى خريطة النقطة والشكل (Radcliffe, 1982, P. 612) على النحو الموضح بشكل ١٢ ــ ٨ .

ويلاحظ على الشكل المذكور أن علامة مربع قد وضعت عند سعر ٤٥ جنيه ، إذ أنه السعر الأول الذى لا يمثل اتجاهاً صعودياً أو نزولياً . كما يلاحظ

جدول ١٢ ــ ٣

التغير فى سعر سهم ما خلال فترة معينة

التاريخ	سعر الإقفال	التفريغ في الجدول	التاريخ	سعر الإقفال	التفريغ في الجدول
١	٤٥	□ عند ٤٥	٧	٤٦ر٧٥	ooo حتى ٤٦
٢	٤٥ر٧٥	لاشيء	٨	٤٦	لاشيء
٣	٤٧ر٥٠	XX حتي ٤٧	٩	٤٧ر٢٥	X عند ٤٧
٤	٤٨	X عند ٤٨	١٠	٤٧ر٧٥	لاشيئ
٥	٥٠ر٥٠	XX حتى ٥٠	١١	٤٩ر٥٠	XX حتى ٤٩
٦	٤٩ر٥٠	O عند ٤٩	١٢	٥٠	X عند ٥٠

كذلك أن سعر اليوم الثانى لم ينعكس على الشكل لأن الارتفاع فى السعر ظل فى نطاق ٤٥ جنيه ، ولم ينتقل إلى رقم صحيح أعلى (٤٦ جنيه مثلاً) . فى اليوم الثالث إرتفع السعر إلى ٤٧,٥ جنيه وهو ما يعنى أنه ارتفع من سعر ٤٥ جنيه إلى سعر ٤٦ جنيه ثم إلى سعر ٤٧ جنيه ، ومن ثم فقد سجلت X عند مستوى سعر ٤٦ جنيه كما سجلت X أخرى عند سعر ٤٧ جنيه .

فى اليوم الرابع ارتفع السعر إلى ٤٨ جنيه فسجلت X واحدة . وهنا تجدر ملاحظة أنه على الرغم من أن السعر السابق كان ٤٧,٥ جنيه أى أقل من السعر الحالى بأقل من الوحده الواحدة ، فإننا قد سجلنا علامة X . لماذا ؟ العبرة هنا بالقفز من رقم صحيح حتى رقم صحيح آخر ، فالسعر ٤٧,٥ جنيه نُظِرَ إليه من قبل على أنه ٤٧ جنيه فقط ، ومن ثم فإن ارتفاع السعر إلى ٤٨ جنيه يعنى أن شرط الوحدة الواحدة قد تحقق . أما فى اليوم الخامس فقد ارتفع السعر إلى ٥٠,٥ جنيه ومن ثم سجلت X عند سعر ٤٩ جنيه ، X أخرى عند سعر ٥٠ جنيه ، وذلك على نحو مماثل لما حدث فى اليوم الثالث .

شكل ١٢ ـــ ٨
خريطة النقطة والشكل

السعر

٥٠	X		X								
٤٩	X	0	X								
٤٨	X	0	X								
٤٧	X	0	X								
٤٦	X	0									
٤٥	X										
٤٤	□										

فى اليوم السادس حدث أول تحول فى سعر السهم من الاتجاه الصعودى إلى الاتجاه النزولى . فقد انخفض السعر من ٥٠,٥ جنيه إلى ٤٩,٥ جنيه . وقد قُرِأت هذه على أنها انخفاض من ٥٠ جنيه إلى ٤٩ جنيه ، ومن ثم فقد سجلت O عند سعر ٤٩ جنيه . فى اليوم السابع انخفض السعر إلى ٤٦,٧٥ جنيه . وحيث أن العبرة بالرقم الصحيح فقد قُرِأت على أنها انخفاض من ٤٩ جنيه إلى ٤٦ جنيه ، وهو ما يعنى انخفاض من ٤٩ جنيه إلى ٤٨ إلى ٤٧ جنيه إلى ٤٦ جنيه ، ومن ثم فقد سجلت O عند سعر ٤٨ جنيه ، O عند سعر ٤٧ جنيه ، O عند سعر ٤٦ جنيه . فى اليوم الثامن لم يسجل شيء ، لأن التغير لم يكن فى حدود وحدة واحدة .

فى اليوم التاسع حدث ارتفاع فى سعر السهم ليصل إلى ٤٧,٢٥ جنيه فسجلت X عند سعر ٤٧ جنيه . فى اليوم العاشر لم يسجل شيء . فى اليوم الحادى عشر ارتفع السعر من ٤٧,٧٥ جنيه إلى ٤٩,٥٠ جنيه . وحيث أن العبرة بالرقم الصحيح فقد قُرِأ التغير على النحو التالى : ارتفاع فى السعر من

٤٧ جنيه إلى ٤٨ جنيه إلى ٤٩ جنيه ، ومن ثم سجلت X عند سعر ٤٨ جنيه ، كما سجلت X أخرى عند سعر ٤٩ جنيه . وفى اليوم الثانى عشر ارتفع السعر من ٤٩,٥ جنيه إلى ٥٠ جنيه فسجلت X أمام السعر ٥٠ جنيه .

وهنا يثار تساؤل أساسى عما تعنيه تلك الخريطة ، وكيف نستفيد منها ؟ فى مقدمة ما يهتم به المحلل هو البحث فى الخريطة عن شيئين : المنطقة المكدسة Congestion Area للأسعار ، ثم الاتجاه الذى أخذته الأسعار حين خروجها أو اختراقها لتلك المنطقة Breakout ، وما إذا كانت قد أخذت اتجاهاً صعودياً Bullish أو نزولياً Bearish .

ويوضح شكل ١٢ ــ ٩ أ المنطقة المكدسة بينما يوضح شكل ١٢ ــ ٩ ب ، ١٢ ــ ٩ جـ الخروج النزولى والخروج الصعودى على التوالى (Radcliffe, 1982, P. 614) . وإذا ما كان الخروج نزولى فإن التوقيت يكون ملائماً لقرار البيع . أما إذا كان الخروج صعودى فإن التوقيت يكون ملائماً لقرار الشراء (Francis, 1986, P. 511) .

ويعتقد فريق من الفنيين بأن دراسة الخريطة تمكن المحلل من التنبؤ بالخروج الصعودى أو النزولى ، ومن ثم يتخذ قرار الشراء وقرار البيع فى أفضل توقيت ممكن ، ودون حاجة إلى الانتظار كثيراً للتأكد من أن الخروج فعلى . فمثلاً للتنبؤ باتجاه صعودى يقوم المحلل بحساب عدد الأعمدة فى المنطقة المكدسة حتى حدوث خروج صعودى ، ونفس الشىء يتبع للتنبؤ بالاتجاه النزولى حيث يتم حساب عدد الأعمدة حتى حدوث خروج نزولى . على أن تستخدم نتائج الحساب كقواعد للتنبؤ باتجاه الأسعار فى المستقبل . وبالطبع يحتاج ذلك إلى وقت ، كما يحتاج إلى اختبار النتائج التى توصل إليه المحلل على تغيرات سعرية فى فترات زمنية أخرى ، وذلك حتى يتسنى له التأكد من دقة عملية التنبؤ . هذا ويعتقد الفنيين فى أن خريطة النقطة والشكل يمكن أن تفسر على ذات النحو الذى تفسر بها خريطة الأعمدة . بمعنى أنه عندما تأخذ خريطة النقطة والشكل

شكل ١٢ ـــ ٩

المنطقة المكدسة ، والخروج النزولى ، والخروج الصعودى

صورة رأس وكتفين ، أو مستطيل ، أو مثلث أو غير ذلك من الأشكال ، فإنه يمكن أن تفسر الخريطة على ذات النحو الذى تفسر به هذه الأشكال .

وأخيراً نختتم التحليل الفنى بالاشارة إلى أنه إذا كانت أسعار الأسهم تسير فى إتجاه يمكن التنبؤ به على النحو الذى يشير إليه الفنيين ، فإن هذا يعنى ضمنياً عدم الاعتراف بمفهوم كفاءة السوق . فوفقاً لذلك المفهوم ـــ الذى سنعرض له تفصيلاً فى الفصل الرابع عشر ـــ يتوقع أن تكون حركة أسعار الأسهم عشوائية Randum Walk ، وهو ما يعنى بالتبعية استحالة التنبؤ بما ستكون عليه تلك الأسعار سواء فى المستقبل القريب أو المستقبل البعيد .

الخلاصـــــة :

يقوم التحليل الفنى على فلسفة لا تعترف بأن السوق يتسم بالكفاءة . حقاً يعترف الفنيين بأن أسعار الأسهم تستجيب للمعلومات الجديدة ، غير أن وقتاً طويلاً ينقضى قبل أن يظهر الأثر الكامل لتلك المعلومات على مستويات الأسعار . ورغم الانتقادات العديدة والجوهرية لهذا النوع من التحليل ، إلا أنه يتسم بالسهولة واليسر إذ يمكن ممارسته بواسطة المستثمر العادى مهما كانت درجة ثقافته . إضافة إلى أن المعلومات التى يحتاجها التحليل متاحة يومياً وبانتظام ، وبدون تكلفة أو بتكلفة زهيدة للغاية .

ولقد اكتسب التحليل الفنى أهمية منذ أن تنبأ بأزمة سوق رأس المال التى يعتقد فى أنها تسببت فى حدوث الكساد العظيم . ومنذ ذلك التاريخ أصبح للتحليل الفنى أنصاره ومؤيديه . ويتم التحليل الفنى على مستويين : المستوى الأول ويعنى بالتنبؤ باتجاه أسعار الأسهم فى السوق بصفة عامة ، أما المستوى الثانى فيعنى بالتنبؤ باتجاه سعر سهم معين خلال فترة مقبلة . هذا ولا تؤكد نتائج الدراسات الميدانية على أن اتباع هذا التحليل ، من شأنه أن يؤدى إلى تحقيق أرباح متميزة .

الفصل الثالث عشر
استراتيجيات الاستثمار

خصص الباب الرابع الذى نحن بصدده لتحليل البيانات والمعلومات المتاحة ، بهدف مساعدة المستثمر فى إتخاذ القرار الاستثمارى السليم . ففى الفصل الثامن حتى الفصل الحادى عشر عرضنا لمدخل التحليل الأساسى الذى يعنى بتحليل البيانات والمعلومات عن الظروف الاقتصادية العامة ، وظروف الصناعة ، وظروف المنشأة وذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يباع بها السهم . وإذا ما اتضح أن القيمة السوقية أعلى من القيمة الحقيقية ، حينئذ يكون سعر السهم مغال فيه Overvalued ومن ثم لا ينبغى على المستثمر شراؤه ، بل وينبغى التخلص منه إذا كان فى حوزته . وبالطبع يكون العكس صحيحاً لو اتضح أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية .

وبالإضافة إلى مدخل التحليل الأساسى هناك مدخل التحليل الفنى ، الذى تناوله الفصل الثانى عشر . ولا يعنى هذا المدخل بتوفير البيانات والمعلومات اللازمة لتحديد القيمة الحقيقية للسهم ، بل يركز كل اهتمامه على ملاحظة وتتبع حركة الأسعار فى الماضى ، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه التنبؤ بالصورة التى سيكون عليها سعر السهم فى المستقبل ، بما يسهل اتخاذ القرار الاستثمارى .

ولا يجد المستثمر الذى يعتقد فى مدخل التحليل الفنى صعوبة فى تحديد استراتيجية الاستثمار ، طالما أن مخرجات هذا التحليل ترسم له حركة سعر السهم وما إذا كانت فى صعود أم فى هبوط . أما بالنسبة للمستثمر الذى يعتقد فى مدخل التحليل الأساسى فإن الأمر يختلف . ذلك أن مخرجات هذا التحليل هى القيمة الحقيقية للسهم أى القيمة التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم فى السوق . وإذا ما كان السوق كفئاً فإن سعر السهم فى السوق سوف يساوى

تماماً قيمته الحقيقية . وهنا قد يتساءل القارىء عن الكيفية التى يمكن بها تحقيق الأرباح فى مثل هذه الظروف . بل وحتى لو لم يتسم سوق رأس المال بالكفاءة ، يظل التساؤل قائماً بشأن الاستراتيجية الملائمة التى يمكن من خلالها تحقيق الأرباح .

وفى محاولة للإجابة على هذه التساؤلات سوف يعرض القسم الأول لاستراتيجية الاستثمار التى يوصى بها الأساسيين ، وذلك فى ظل افتراض كفاءة سوق رأس المال . نعرض بعدها ـــ وفى أربعة أقسام متتالية ـــ لاستراتيجيات بديلة تقوم على المفهوم العام للتحليل الأساسى ، وإن كانت لا تعترف إعترافاً كاملاً بكفاءة السوق . ففى القسم الثانى نعرض لاستراتيجية السمات المتعددة التى ينبغى توافرها فى المنشأة التى يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية . يتبعه القسم الثالث الذى يعنى بالاستراتيجيات القائمة على سمة واحدة . فالقسم الرابع الذى يتناول استراتيجية السمة الواحدة للمستثمر الكبير . وأخيراً نعرض فى القسم الخامس للاستراتيجية التى تقوم على توقيت قرار الاستثمار .

استراتيجية الاستثمار التى تعترف بكفاءة السوق :

يقوم الاعتراف بكفاءة السوق على أساسيات محددة . فى مقدمتها أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس العائد المتوقع أن يتولد عن شرائه ، وعلى المخاطر التى يتعرض لها ذلك العائد . وفى ظل هذا الاعتراف لابد وأن تكون القيمة السوقية للسهم Market Value مساوية لقيمته الحقيقية Intrinsic Value . وإذا ما فرض أن القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الحقيقية ، حينئذ يتوقع أن يسعى المضاربون Speculators لبيع المزيد منه (زيادة العرض) مما يؤدى فى النهاية إلى انخفاض قيمته السوقية حتى تعادل قيمته الحقيقية . والعكس إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية . وفى كلتا الحالتين سيحقق المضارب ربحاً غير عادياً يتمثل فى الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية . ولكن هل يمكن لهذا أن يتحقق ؟

بمنطق السوق الكفء الإجابة بالنفى . ذلك أن المنافسة بين المضاربين للحصول على المعلومات التى تكشف عن وجود فرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية سوف تكون شديدة ، إلى درجة أن الجميع سوف يحصلون على تلك المعلومات بسرعة وفى ذات الوقت . حتى المستثمرين أنفسهم سوف يتمتعون بتلك الميزة من خلال بيوت السمسرة التى يتعاملون معها ، والتى تتنافس أيضاً فيما بينها لتوفير تلك المعلومات لعملائها . وكنتيجة لذلك سوف تتغير القيمة السوقية بسرعة لتعادل القيمة الحقيقية ، بمعنى أنه لن يوجد فارق زمنى بين اكتشاف الفجوة بين السعرين وبين عودة القيمة السوقية إلى مستوى القيمة الحقيقية . وبناء عليه لن يستفيد أى من المضاربين أو المستثمرين من تلك الفرصة ، ولن يحقق أى منهم بالتالى عائداً متميزاً عن أقرانه .

كذلك يقضى الاعتراف بكفاءة السوق بأن القيمة الحقيقية للسهم ليست ثابتة ، ولكنها تتغير مع ورود معلومات جديدة إلى المتعاملين فى شأن الربحية المستقبلة أو المخاطر التى تتعرض لها تلك الربحية . ويقصد بالمعلومات الجديدة فى هذا الصدد المعلومات غير المتوقعة . فلو أن البنك المركزى قد أعلن عن زيادة المعروض من النقود ، فإن أسعار الأسهم لن تتأثر بذلك الإعلان ، إذا كان المتعاملين قد توقعوا حدوث ذلك من قبل . لماذا ؟ لأن أسعار الأسهم لابد وأن تكون قد تأثرت بها عندما كان هذا الإعلان فى حكم الحدث المتوقع . ومع هذا فإنه لو كانت الزيادة الفعلية فى المعروض من النقود أكبر أو أقل من المتوقع ــ وهذه معلومة جديدة ــ حينئذ يتوقع أن تتأثر أسعار الأسهم بذلك الحدث ، على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثامن . ومرة أخرى لا يتوقع أن يستفيد من تلك المعلومات أى من المضاربين أو المستثمرين ، ذلك أن المنافسة الشديدة بين الأطراف المتعاملة فى السوق ، من شأنها أن توفر للجميع المعلومات بسرعة وفى نفس الوقت ، بحيث لا يمكن لأى منهم أن يحقق عائداً متميزاً عن أقرانه .

وهكذا يبدو أنه فى ظل الاعتراف بكفاءة السوق تصبح أفضل استراتيجية

للإستثمار ، هى استراتيجية الشراء والإحتفاظ Buy - and - Hold Strategy . فبمجرد توفر الأموال المخصصة على المستثمر أن يسارع فى الشراء دون انتظار ، طالما أن أسعار الأسهم فى السوق تعكس القيمة الحقيقية لها . كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار . فالسوق كفء وليس هناك فرصة أمام أحد لأن يحقق أرباحاً متميزة على حساب آخرين[1] .

ويشير رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 320) وفردسون وكانديا (Fridson & Candia, 1991) إلى أن المفهوم السابق لكفاءة السوق هو مفهوم شديد التحفظ Strict . ذلك أن التغير فى الأسعار نتيجة ورود معلومات جديدة يأخذ بعض الوقت ، ومن ثم قد تكون هناك فرصة يمكن أن ينتهزها بعض المتعاملين ليحققوا من ورائها أرباح متميزة عن أقرانهم . يضاف إلى ذلك أن المفهوم المذكور يقوم على فرض السوق الكامل Perfect Market فى حين أن الواقع يؤكد أنه ليس كذلك ، بسبب وجود تكلفة المعاملات والضريبة . فبسبب هذين المتغيرين لابد وأن تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية بمقدار الضريبة وتكلفة المعاملات المترتبة على إبرام الصفقات . وعلى هذا الأساس فقد خرج رادكليف (P. 321) بمفهوم مؤداه أن السوق لا يمكن أن يكون كفئاً بالمفهوم المطلق ، ولكنه يمكن أن يكون كفئاً بالمفهوم الاقتصادى Economically Efficient الذى يعنى أن القيمة السوقية يمكن أن تختلف عن القيمة الحقيقية لبعض الوقت ، وإن كان الاختلاف أو التباين بقدر محدود ويعزى فى الأساس إلى أن السوق غير كامل . وعلى العموم لنا عودة إلى هذه النقطة مرة أخرى وذلك فى الفصل الرابع عشر .

ولكن حتى فى ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية تظل أفضل استراتيجية هى استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، ولا يمكن لأى استراتيجية أخرى أن تتفوق

---

(١) أن كون القيمة السوقية للسهم تعادل قيمته الحقيقية ، لا يعنى أن القيمة الحقيقية ثابتة فهى تتغير مع ورود معلومات جديدة إلى السوق . فإذا ما ارتفعت القيمة الحقيقية للسهم بعد شرائه فإن فرصة تحقيق الأرباح تصبح متاحة .

عليها . فلو أن هناك استراتيجية أخرى متميزة فقد يستفيد منها عدد قليل من المضاربين يحققون من ورائها عائداً متميزاً ، غير أن ذلك لن يستمر طويلاً . فبمجرد اكتشاف الآخرين لتلك الاستراتيجية واتباعها ينتهى مفعولها . باختصار أن أى استراتيجية متميزة تحمل فى داخلها أداة لتحطيم نفسها Self-Destruction .

نخلص من ذلك إلى القول بأنه حتى إذا تمكن بعض المضاربين ــ الذين يكرسون وقتهم وجهودهم لاغتنام الفرص النادرة ــ من تحقيق أرباح غير عادية ، فليس أمام المستثمرين سوى اتباع سياسة الشراء والاحتفاظ ، فى الإطار الذى يناسب ظروف كل منهم . بمعنى أن يوجه المستثمر مخصصات محفظة Portfòlio أوراقه المالية إلى تشكيله من الاستثمارات يراعى فيها عدد من الاعتبارات التى تلائم ظروفه الشخصية ، وهو ما سنعرض لها فيما تبقى من صفحات هذا القسم .

الإعتبارات التى ينبغى مراعاتها فى استراتيجية الشراء والاحتفاظ :

سبقت الإشارة فى بداية هذا القسم إلى أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ هى الأكثر ملائمة فى ظل الاعتقاد فى كفاءة سوق رأس المال . ولكى تحقق تلك الاستراتيجية قدراً من التميز ينبغى أن يراعى فيها عدد من الاعتبارات من أهمها تحقيق مستوى ملائم من التنويع ، وتحديد المستوى المقبول من المخاطر بالنسبة للمستثمر . إضافة إلى الاعتبارات الضريبية ، والسيولة ، وتوقيت الاستثمار .

١ ــ تنويع الاستثمارات :

من أهم قواعد الاستثمار ضرورة التنويع . ذلك أن من الخطأ تركيز الاستثمار فى أسهم منشأة واحدة ، أو ما يعبر عنه بالحكمة التى تقول لا تضع كل ما تملكه من بيض فى سلة واحدة . وهناك مداخل عديدة للتنويع منها مدخل التنويع الساذج Naive Diversification الذى يقوم على فكرة أساسية مؤداها أنه

كلما زاد تنوع الاستثمارات التى تتضمنها المحفظة ، كلما انخفضت المخاطر التى يتعرض لها عائدها . فمحفظة الأوراق المالية التى تتكون من أسهم أصدرتها ثلاث منشآت مختلفة يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التى تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من أسهم منشأتين فقط . والمحفظة التى تتكون من أسهم أصدرتها أربع منشآت ، تعد أفضل من وجهة نظر المخاطر من المحفظة التى تتكون من أسهم أصدرتها ثلاث منشآت فقط ... وهكذا . وفى هذا الصدد تشير دراسة إفانز وآرشر (Evans & Archer, 1968) الشهيرة إلى أن مزايا التنويع يمكن أن تتحقق إذا ما اشتملت المحفظة على أسهم مختارة عشوائياً يتراوح عددها بين ١٠ إلى ١٥ سهم ، وربما أقل (Gaumnitz, 1971; Fischer & Lorie, 1970; Elton & Gruber, 1977; Johnson & Shannon, 1974; Tole, 1982; Wanger & Lau, 1971) .

بل ويؤكد سورنسن وبيورك (Sorensen & Burke, 1986) على أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ التى تقوم على تنويع ساذج يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائد السوق . ويقترحان فى هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة (من ثلاثة إلى عشر صناعات) وفقاً لتحليل ظروف الصناعة التى عرضنا لها فى الفصل التاسع . على أن يتم بناء مبدئى للمحفظة من أسهم منشآت تنتمى إلى تلك الصناعات ، ثم تجرى عمليات إحلال فى إطار تلك الصناعات ـــ من وقت لآخر ـــ وذلك بأن يتم التخلص من أسهم منشأة ما وإحلالها بأسهم منشأة أخرى ، وذلك على أساس مستوى أداء كل منها .

كذلك يمكن للمستثمر أن يتبع سياسة بديلة تقوم على تكوين محفظة مماثلة لمحفظة السوق ، وذلك بأن يضمنها أسهم ذات الصناعات التى يتكون منها أحد مؤشرات السوق ـــ مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ـــ وبذات نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر . يضاف إلى ذلك إمكانية استفادة المستثمر من الفكرة التى يقوم عليها تنويع ماركوفتز ، وذلك بأن يكوّن محفظة يكون

معامل الارتباط بين عوائد الأسهم التى تتكون منها عند حدها الأدنى . مثل هذا التنويع من شأنه أن يخفض المخاطر ، دون أن يتأثر العائد .

٢ ـــ مستوى المخاطر[٢] :

يرتبط مستوى مخاطر المحفظة ارتباطاً وثيقاً بأهداف المستثمر ، التى تنعكس بالطبع على أهداف المحفظة ذاتها . وفى هذا الصدد يمكن للمستثمر أن يتحكم فى مستوى تلك المخاطر من خلال تشكيلة الأسهم المكونة للمحفظة ، والتى عرضنا لها من قبل . فمثلاً يمكن للمستثمر المحافظ ـــ الذى يرغب فى تجنب المخاطر قدر استطاعته ـــ أن يزيد من نسبة الأسهم الدفاعية على حساب الأسهم المتنامية . أما المستثمر الأقل تحفظاً فقد يعطى قدراً أكبر من الاهتمام بالأسهم المتنامية . على أن كلاهما قد يستبعد من البداية الأسهم المضاربة . أما المستثمر الذى يهوى المخاطرة Risk Taker فقد يغلب على مكونات محفظته الأسهم الدورية . حقاً أن عائدها قد ينخفض خلال فترات الكساد ، بمعدل أكبر من الانخفاض الذى يتعرض له عائد السوق ، إلا أنه فى حالة الرواج تحقق تلك الأسهم عائداً متميزاً مقارنة بمتوسط عائد السوق .

ولا يعد هذا هو المدخل الوحيد للتحكم فى المخاطر . ذلك أنه يمكن للمستثمر أن يُضَمن محفظة أوراقه المالية سندات حكومية أو سندات منشآت الأعمال ذات الجودة العالية ، وذلك إلى جانب التشكيلة المختارة من الأسهم . ووفقاً لمفهوم مخاطر المحفظة يتوقع أن يترتب على ذلك تخفيض المخاطر التى يتعرض لها المستثمر ، إضافة إلى توفير متطلباته للسيولة . فالسندات الحكومية والسندات مرتفعة الجودة يمكن التخلص منها فى أى وقت دون خسائر تذكر أو ربما دون خسائر على الإطلاق . هذا إلى جانب أن دخلها محدد وأسعارها ليست عرضه لتقلبات كبيرة .

---

(٢) للمزيد عن أهداف ومخاطر المحفظة المالية للمستثمر ، يمكن الرجوع إلى كتاب البنوك التجارية : مدخل اتخاذ القرارات للمؤلف .

كذلك يمكن التحكم فى المخاطر باستخدام اختيار الشراء أو اختيار البيع ، على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثانى . وفى الدول التى يسمح لأسواقها بالتعامل فى العقود المستقبلة ، يمكن للمستثمر أن يبرم عقوداً من شأنها أن تسهم فى تخفيض المخاطر التى تتعرض لها محفظة أوراقه المالية ، وذلك على النحو الذى سنشير إليه عند تناول المراجحة وتأمين المحفظة ، وذلك فى الفصل الثامن عشر .

٣ ـ الاعتبارات الضريبية :

تلعب الاعتبارات الضريبية دوراً هاماً فى اختيار الأسهم التى ينبغى أن تتضمنها المحفظة . فكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار قد تفضل توجيه الجانب الأكبر من مخصصاتها المالية إلى أسهم المنشآت التى لا تجرى توزيعات لأرباحها ، أو تجرى توزيعات لجزء صغير من تلك الأرباح . يحدث هذا عندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الايرادية (التوزيعات) أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية التى تنجم عن ارتفاع أسعار الأسهم التى فى حوزة المستثمر .

ومن بين الاعتبارات الضريبية الأخرى التى تهم المستثمر ، رغبته فى تأجيل دفع الضريبة من خلال استخدام فكرة المبادلات الضريبية Tax Swaps . ولتوضيح الفكرة سوف نفترض أن محفظة أحد المستثمرين تتضمن أسهماً لإحدى المنشآت سبق أن اشتراها بسعر ١٠٠ جنيه للسهم ، ثم انخفضت قيمتها قرب نهاية السنة الضريبية إلى ٨٠ جنيه للسهم . يمكن لهذا المستثمر أن يبيع ذلك السهم فى تلك السنة ، محققاً خسائر قدرها ٢٠ جنيه للسهم ، على أن يعيد استثمار متحصلات بيع السهم (٨٠ جنيه) فى شراء سهم منشأة بديلة ، تابعة لذات الصناعة إذا شاء . وإذا ما كانت الشريحة الضريبية التى يخضع لها المستثمر ٣٠٪ ، حينئذ يكون قد حقق وفورات ضريبية نتيجة لتلك الخسائر قدرها ٦ جنيه للسهم . حقاً تقضى بعض الأنظمة الضريبية بإعادة دفع تلك الوفورات عند بيع السهم الذى أشترى من متحصلات بيع السهم

الأول ، إلا أن تلك الوفورات يمكن استثمارها وتحقيق عائد من ورائها ـــ لبعض الوقت على الأقل ـــ وذلك طالما أن المستثمر لم يعرض السهم المذكور للبيع(٣) .

٤ ـــ السيولة :

ينبغى أن يكون هدف السيولة واضحاً عند تشكيل مكونات المحفظة ، بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى الأموال السائلة . ويقصد بالسيولة إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون خسائر تذكر ، أو دون خسائر على الإطلاق . هذا الهدف يتطلب أن تتضمن المحفظة أسهماً نشطة تتسم بقدراً من الاستقرار فى قيمتها السوقية ، أو قد يتطلب تضمين المحفظة أذونات الخزانة أو سندات حكومية أو سندات مرتفعة الجودة تصدرها منشآت الأعمال . فهذه الأوراق كما سبقت الاشارة ، تحقق للمستثمر السيولة المطلوبة .

٤ ـــ توقيت الاستثمار :

لا يعتبر توقيت الاستثمار مشكلة كبيرة ، فى ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، التى هى الأساس لمستثمر يؤمن بأن السوق كفء . فالقاعدة أن يشترى المستثمر الأوراق المالية عندما تتوافر له النقود ، ويبيعها عندما يحتاج إلى النقود . مثل هذه الاستراتيجية ـــ فى ضوء الاعتبارات الثلاثة السابقة ـــ تعد أكثر ربحية وأقل مخاطر من أى استراتيجية أخرى بديلة . فالسوق الكفء تكون فيه القيمة السوقية للأسهم ـــ دائماً ـــ قريبة من قيمتها الحقيقية ، وأن أى محاولة للمضاربة على الأسعار لن تسفر إلا عن المزيد من تكاليف المعاملات ، التى لا طائل من ورائها . ويؤكد رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 325) على عدم أهمية توقيت قرار الاستثمار ، طالما أن كفاءة السوق هى حقيقة واقعه . حقاً هناك دراسات كشفت عن أن سوق رأس المال غير

(٣) عندما يتضمن التقرير الضريبى خسائر رأسمالية ، فإنها تعامل معاملة المصروفات ، التى تخصم قبل حساب الضريبة ، وهو ما يعنى أنه يتولد عنها وفورات ضريبية تقدر بقيمة الخسائر مضروبة فى معدل الضريبة (هندى ١٩٩١ ، ص ٣٠) .

كفء ـــ على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الرابع عشر ـــ إلا أن دراسات أخرى أثبتت عكس ذلك .

مرة أخرى نشير إلى أن الاعتراف بكفاءة السوق ، وبالتالى ملائمة استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، ترتبط بالسوق الأمريكية . ومن ثم فإن على المستثمر فى أى قُطْرٍ آخر أن يتساءل هل سوق رأس المال فى هذا القطر كفء أم لا ؟ وعلى ضوء الإجابة سيتحدد المدى الذى يمكن الاعتماد فيه على تلك الاستراتيجية .

إستراتيجية السمات المتعددة :

يقصد باستراتيجية السمات ضرورة توافر سمات معينة فى المنشأة التى ينبغى أن يوجه المستثمر جانباً من مخصصات محفظة أوراقه المالية لشراء جزء من أسهمها . وفى هذا الصدد وضع بنجامين قراهام Benjamin Graham الذى يعتبر الأب الروحى لتحليل الأوراق المالية عدد من السمات ، بناء على خبرة طويلة وواسعة فى تحليل الأوراق المالية (Graham et al, 1962; Graham, 1972) وتتمثل هذه السمات فى :

١ ـــ أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة AAA Bond Yield على الأقل .

٢ ـــ أن يكون مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من ٤٠٪ ، مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم فى الخمس سنوات الماضية .

٣ ـــ أن يكون معدل التوزيعات Dividend Yield ثلثى عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل . ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التى حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى وأقل سعر يباع به السهم .

٤ ــ أن تكون القيمة السوقية التى يباع بها السهم ثلثى نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل . ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

٥ ــ أن تكون القيمة السوقية التى يباع بها السهم أقل من ثلثى نصيب السهم من صافى الأصول المتداولة . ويقصد بصافى الأصول المتداولة فى هذا الصدد : مجموع الأصول المتداولة مطروحاً منها القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة (French, 1989, P. 355) .

٦ ــ أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة .

٧ ــ أن لا تقل نسبة التداول عن ٢ .

٨ ــ أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافى الأصول المتداولة ، على أساس التعريف السابق الإشارة إليه .

٩ ــ أن يكون المعدل المركب للربحية فى العشر سنوات السابقة لا يقل عن ٧٪ .

١٠ ــ أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار . ويقصد بالاستقرار فى هذا الصدد أن لا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل ٥٪ أو أكثر .

ويشير فرنش (French, 1989, P. 356) إلى أن الخمس سمات الأولى ترتبط بعائد السهم ، أما الخمس سمات الأخيرة فترتبط بالمخاطر . يضاف إلى ذلك أن السمات من الخامسة حتى الثامنة تعد مقياسا لقوة المركز المالى للمنشأة ، أما السمتين التاسعة والعاشرة فتعتبران مقياساً لاستقرار ونمو ربحية المنشأة فى الماضى .

ويعتقد قراهام فى أنه ليس من الضرورى أن تتوافر للسهم كافة هذه السمات ، إذ يكفى أن يتوافر بعضها فقط . فلقد اتضح له على سبيل المثال أن السهم الذى توافرت فيه السمات الست الأولى حقق ربحاً رأسمالياً بلغت نسبته ١٩٪ فى الوقت الذى لم يحقق فيه مؤشر دو جونز أكثر من ٣,٥٪ . ومن اللافت للنظر أن دراسات قراهام قد كشفت كذلك عن أن السمة الخامسة هى أهمها جميعاً . وهو ما أكدته نتائج دراسات لاحقه (Oppenheimer, 1984 and 1986; Oppenheimer & Schlarbaum, 1985) كشفت عن أن الأسهم التى توافر لها عدد من هذه السمات كان أداؤها أفضل من أداء السوق ككل ، حتى بعد أخذ المخاطر فى الحسبان . ليس هذا فقط بل أن الأسهم التى توافرت لها السمة الخامسة وحدها كان أداؤها هى الأخرى متميزاً .

وعلى غرار مدخل بنجامين قراهام ، قدم رنقانيم (Reinganum, 1988) دراسة كشفت عن أربع سمات لو توافرت فى المنشأة التى يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية ، لحقق عائداً على الاستثمار يفوق متوسط عائد السوق . وتتمثل هذه السمات فى :

١ ــ تزايد مضطرد فى الربحية ربع السنوية للمنشأة .

٢ ــ أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من ٢٠ مليون سهم .

٣ ــ أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية أقل من الواحد الصحيح . هذا يعنى أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية ، مما يتيح فرصة لتحقيق أرباحاً رأسمالية فى المستقبل .

٤ ــ أن تكون القوة النسبية للسهم فى الربع سنة الحالى ، أعلى مما كانت عليه فى الربع سنة الماضى . كما ينبغى أن تكون القوة النسبية للسهم ٧٠ على الأقل . هذا وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجح بالأوزان للتغير فى السعر خلال الاثنى عشر شهرا الماضية . وقد أعطى رنقانيم (P. 21) وزناً قدره ٤, للربع سنة الأخير ، بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع

الأخرى من السنة وزناً قدره ٢, . ومما يذكر أنه فى هذه الدراسة كان وسيط Median القوة النسبية فى الربع سنة الذى اشترى فيه السهم ٩٣, ، وأن القوة النسبية لحوالى ٩٥٪ من أسهم العينة كانت أكبر من ٧٠ .

هذا وعندما يصل القارىء إلى الفصل الرابع عشر أخاله يقول إن الاستراتيجيات التى اقترحها كل من قراهام ورنقايم تقوم على فرض أساسى هو أن السوق غير كفء ، وهذا القول صحيح جملة وتفصيلاً . فالاعتراف بأن البيانات التاريخية يمكن أن تكون أساساً لقرار الاستثمار يعنى عدم الاعتراف حتى بصيغة الفرض الضعيف لكفاءة السوق .

وأخيراً نكرر أن هذه النتائج تنطبق على الولايات المتحدة الأمريكية ، وإذا كان لنا أن نصل إلى سمات تصلح للتطبيق فى أسواقنا المحلية ، فإن على مراكز البحوث والدراسات أن تنهض وتنشط ، بما يوفر البيانات اللازمة لذلك .

استراتيجية السمة الواحدة :

إلى جانب استراتيجيات السمات المتعددة ، هناك استراتيجيات أخرى تعتمد على سمة واحدة . ومن هذه الاستراتيجيات : استراتيجية مضاعف الربحية ، والأسهم المشتقة والأسهم مقابل توزيعات ، والأسهم التى يحصل حاملها على توزيعات متزايدة ، والاصدارات الجديدة ، والأسهم التى يعاد شراؤها بواسطة المنشأة المصدرة لها ، وأسهم الشركات الصغيرة ، وأخيراً أسهم المنشآت الخاسرة . وبتأمل تلك الاستراتيجيات التى سنعرض لها فيما يلى ، سيتضح للقارىء أن لكل منها أساس علمى وفكرى يتسق مع جوهر التحليل الأساسى ، ولكنها لا تعترف بشكل أو آخر بكفاءة السوق .

١ ـــ استراتيجية المضاعف :

يقصد بتلك الاستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذى يكون مضاعف

الربحية الحقيقى له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلى (Jaffe et al, 1989; Peters, 1991) . ومن بين تطبيقات تلك الاستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذى يكون مضاعف الربحية الحالى له أقل من متوسط مضاعف الربحية فى الخمس سنوات الأخيرة ، أو أقل من ٩٠٪ من مضاعف الربحية لمؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ . فشراء مثل هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق ، وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات (Basu, 1981; Reinganum, 1981; Goodman & Peavy III, 1985) ، كما يؤكده المنطق خاصة إذا لم يحدث تغير ملموس فى ظروف المنشأة المصدرة للسهم .

٢ ـ استراتيجية السهم المشتق والأسهم مقابل توزيعات :

ومن الاستراتيجيات المتبعة فى شراء الأسهم تلك التى تقضى بشراء الأسهم التى سوف تشتق Stock Split أو يعلن عن اشتقاقها فى المستقبل القريب . وتقوم هذه الاستراتيجية على أساس أن لاشتقاق الأسهم آثار إيجابية يمكن أن يستفيد منها المستثمر الذى يشترى السهم قبل حدوث الاشتقاق . فاشتقاق السهم يعنى انخفاض قيمته السوقية الأمر الذى يجعل مخاطر تسويقة أى صعوبة بيعه عند حدها الأدنى . كذلك فإن الاشتقاق عادة ما يسفر عن زيادة القيمة السوقية للسهم ، ذلك أن وقتاً غير قصير قد يمضى قبل أن تصل قيمته السوقية (القيمة المعدلة بعد الاشتقاق) إلى مستواها الحقيقى الذى ينبغى أن تكون عليه[٤] . يضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد بمثابة رساله إلى المتعاملين فى السوق مؤداها أن الادارة تتوقع أداءً متميزاً للمنشأة فى المستقبل (Baker & Gallagher, 1980) . باختصار يتمتع السهم الذى يتوقع له الاشتقاق بسمتين أساسيتين هما سيولة Liquidity أفضل ، وقيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق . وما ينطبق على الأسهم التى يتوقع أن تشتق ،

(٤) يقصد بالسعر المعدل عدد الأسهم المشتقة مضروباً فى القيمة السوقية للسهم بعد الاشتقاق . فلو أن قيمة السهم قبل الاشتقاق كانت ١٠٠ جنيه ، وأن السهم اشتق إلى سهمين يباع كل منهما بمبلغ ٥١ جنيه ، حينئذ يكون السعر المعدل ١٠٢ جنيه .

ينطبق كذلك على أسهم المنشآت التى يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل توزيعات Stock Dividends .

أما نتائج الدراسات الميدانية بشأن ملائمة تلك الاستراتيجية فتتسم بنوع من التباين . ففى إحدى الدراسات (Strong, 1983) اتضح أن القيمة السوقية للسهم ترتفع يوم إعلان الاشتقاق ، كما يرتفع السعر — يقصد السعر المعدل — فى يوم الاشتقاق ذاته . إلا أن دراسة أخرى (French & Dubofsky, 1986) أشارت إلى أن هذا الارتفاع فى السعر عادة ما يصحبه زيادة فى المخاطر . أما دراسة فاما وزملائه (Fama et al, 1969) التى تتبعت سعر السهم فى الثلاثين شهراً السابقة على إعلان الاشتقاق ، والثلاثين شهراً اللاحقة عليه ، فقد كشفت عن ارتفاع فى السعر قبل إعلان الاشتقاق وهو ما لم يحدث بعد الإعلان . وهو ما أكدته دراسة أخرى لاحقه (Woolridge, 1983) .

وهكذا يبدو أن احتمال الاستفادة من الاشتقاق يرتبط بقدرة المستثمر على التنبؤ بإمكانية حدوثه . بعبارة أخرى تعد تلك الاستراتيجية مربحة لو أن المستثمر اشترى السهم قبل الإعلان عن اشتقاقه ، ذلك أن فرصته فى تحقيق عائد مميز من شراء السهم بعد إعلان الاشتقاق تعد ضئيلة إلى حد كبير .

٣ — استراتيجية السهم ذات التوزيعات المتزايدة :

تقضى تلك الاستراتيجية بشراء السهم الذى أعلن أو يتوقع أن يُعْلَن عن زيادة فى توزيعاته النقدية . وذلك على أساس أن إعلان زيادة التوزيعات النقدية يعد مؤشراً Signaling على توقع الإدارة لأداء أفضل للمنشأة فى المستقبل (Jayaraman & Shastri, 1988) . وفى هذا الصدد كشفت بعض الدراسات التى ركزت على المدى القصير ، أن تحسناً فى القيمة السوقية للسهم تحدث فى يوم إعلان الزيادة فى التوزيعات (Aharony & Swary, 1980; Eades, 1982; Woolridge, 1983) ونادراً ما تمتد إلى ما بعد الاعلان (Venkatash, 1989) . وعلى العكس من ذلك كشفت دراسة أخرى عن أن التحسن فى القيمة

السوقية للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الاعلان ، وذلك إذا ما كان معدل الزيادة فى التوزيعات ٢٥٪ أو أكثر مما كانت عليه التوزيعات فى السنة الماضية (Dielman & Oppenheimer, 1984) .

مرة أخرى يرتبط استفادة المستثمر من تلك الاستراتيجية بقدرته على التنبؤ بحدوث الزيادة فى التوزيعات ، بما يمكنه من شراء السهم قبل أن ترتفع قيمته السوقية بما يحقق له عائداً إضافياً . أما إذا اشترى السهم بعد الاعلان عن الزيادة فسوف يشترى السهم بالسعر المرتفع ولن يحقق من وراء ذلك أى عائد إضافى .

٤ ــ استراتيجية الاصدارات الجديدة :

تقضى هذه الاستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التى طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة New Issues or Initial Public Offerings (IPO) . وذلك على اعتبار أن تسعير السهم فى تلك الاصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية . ويعزى هذا لسببين رئيسيين هما : المسئولية القانونية التى قد يتعرض لها بنك الاستثمار ، ونقص المعلومات لدى بعض المستثمرين Information Asymmetry . فمن وجهة نظر ايبوتسون (Ibbotson, 1975) وتنك (Tinic, 1988) يعتبر تسعير الأسهم التى تطرح للتداول لأول مرة بسعر أقل مما ينبغى بمثابة نوع من الوقاية ضد المسئولية القانونية التى قد يتعرض لها البنك ، والتى قد تلحق الضرر بسمعته ومستقبله فى السوق . يحدث هذا لو أن السهم قد تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغى ــ أو حتى عند قيمته الحقيقية ــ ثم تعرضت قيمته السوقية لانخفاض شديد عقب الاصدار . فحينئذ يمكن للمستثمرين مقاضاة بنك الاستثمار بدعوى أن البيانات التى أتاحها لهم فى شأن الاصدار لم تكن صادقة (Loderer et al, 1991, P. 36) .

ويضيف روك (Rock, 1986) أنه لو كان السهم يصدر بقيمته الحقيقية فى

بعض الأحيان ، فإن المستثمر الذى لديه معلومات خاصة لا تتاح لغيره Informed Investor يتوقع أن تكون حصته من تلك الإصدارات ضئيلة ، بينما تزداد حصته من الإصدارات التى يدرك ـــ من واقع ما يتوافر لديه من معلومات ـــ أن القيمة التى يباع بها السهم أقل من قيمته الحقيقية . ولما كان المستثمر الذى لا تتوافر له معلومات خاصة Uninformed Investor هو الذى يشترى ما يتبقى من الاصدار Residual فإن حصته ستكون كبيرة من الاصدارات التى يكون تسعيرها عند مستوى يعادل قيمتها الحقيقية ، فى الوقت الذى يتضاءل نصيبه من الاصدارات الأخرى أى تلك التى تباع بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية .

وفى ظل هذا السيناريو سيكون الربح من نصيب المستثمر الذى تتوافر له المعلومات ، والخسارة من نصيب المستثمر الذى لا تتوافر له تلك المعلومات . ومع تكرار ذلك الموقف سوف يكتشف الفريق الثانى ـــ وهم الأكثريه ـــ أنهم ضحايا هذا النوع من الاصدارات ومن ثم يتوقع أن يحجموا عن شرائها . وفى ظل هذه الظروف لا يوجد ضمان لإقبال هؤلاء المستثمرين على شراء تلك الاصدارات إلا إذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الحقيقية للسهم (Loderer et al, 1991, P. 37) .

بل ويضيف ايبوتسون (Ibbotson, 1975) وألن وفولهابر (Alen & Faulhaber, 1989) وقرينبلت وهوانج (Grinblatt & Huang, 1989) وولش (Welch, 1989) أن المنشآت الجيدة التى تطرح أسهمها لأول مرة للجمهور ، عادة ما تفضل أن تطرح تلك الأسهم بسعر يقل عن القيمة الحقيقية للسهم . فالجمهور لا يدرى أنها منشأة جيدة Information Asymmetry ولا توجد وسيلة أفضل لابلاغه بتلك السمة ، إلا من خلال بيع السهم بقيمة أقل من قيمته الحقيقية . وبعد فترة وجيزة ترتفع القيمة السوقية للسهم مع التحسن المضطرد فى أداء المنشأة، وحينئذ يزداد احترام الجمهور لها وثقته فيها ، مما يسهل عليها مستقبلاً الحصول على ما تحتاجه من موارد بيسر وسهولة ، بل

وبحد أدنى من التكلفة (Barry et al, 1991, P. 119; Loderer et al, 1991, P. 37).

ومع هذا فقد كشف عدد من الدراسات الميدانية (Ibbotson, 1975; McDonald & Fischer, 1974; Reilly, 1977) عن أن مزايا الاستثمار فى هذه الأسهم مشروط بقيام المستثمر بشراء السهم فوراً بالسعر الذى يطرحه بنك الاستثمار، ولا ينتظر شرائه من السوق إذ سيكون ذلك بسعر أعلى وربما بسعر مغال فيه. كما كشفت بعض تلك الدراسات عن أنه إذا كان هناك فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية عالية من جراء شراء ذلك السهم، فإن شرائه عادة ما ينطوى أيضاً على مخاطر كبيرة نظراً لنقص المعلومات المتاحة عن المنشأة التى تصدره.

٥ ـ الأسهم التى يعاد شراؤها :

لماذا تقوم المنشآت بإعادة شراء الأسهم التى سبق أن أصدرتها ؟ من بين الأسباب إعتقاد الادارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغى وإن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح. كذلك قد تستهدف إعادة الشراء خلق تعامل نشط على تلك الأسهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً على سيولة السهم وعلى قميته السوقية بالتبعية. كما قد يكمن السبب فى رغبة الادارة فى تحريك سعر السهم إذ أن قرار إعادة الشراء من شأنه أن يحد من المعروض من تلك الأسهم وهو ما يسفر عن زيادة فى ربحية السهم (Baker et al, 1981; Klein & Rosenfeld, 1988) وفى قيمته السوقية بالتبعية. ويضيف فرنش (French, 1989, P. 367) سبباً آخر هو رغبة الادارة فى توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العمال فى ملكية المنشأة، أو استعداداً لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الاختيار التى حصلوا عليها Stock Option وكلها مؤشرات إيجابية لمستقبل السهم. بل ويشير بارتوف (Bartov, 1991, P. 293) إلى أن شراء المنشأة لأسهمها يعد بمثابة رسالة عن مستقبل مشرق لها، خاصة فيما يتعلق بالعائد والمخاطر.

وعلى ضوء هذه الأسباب يصبح من المنطقى قبول المقولة الشائعة فى أسواق رأس المال الأمريكية ، التى تقضى بأن أداء أسهم المنشآت التى تعيد شراء أسهمها عادة ما يكون أعلى من أداء السوق بصفة عامة . وتحظى هذه المقولة بتأييد عدد من الدراسات الميدانية . ففى دراسة ستيوارت (Stewart, 1976) اتضح أن أداء أسهم المنشآت التى تعيد شراء أسهمها أفضل بكثير من غيرها من المنشآت ، وهو ما أكدته دراسات أخرى لاحقة (Dann, 1981; Vermaelen, 1981) .

ويعترف ماركس (Marks, 1976) وديلمان وزملائه (Dielman et al, 1980) بأن قيام المنشأة بإعادة شراء أسهمها من شأنه أن يؤدى إلى ارتفاع عائد السهم مقارنة بعائد السوق ، إلا أن إعادة شراء الأسهم يترتب عليها زيادة المخاطر التى تتعرض لها المنشأة نتيجة لانخفاض نسبة حقوق الملكية فى هيكل رأس المال . وإذا ما تم قياس العائد مع أخذ تلك المخاطر فى الحسبان Risk-adjusted return فسوف يتضح أن عائد تلك الأسهم يعادل تقريباً عائد السوق . ورغم المنطق الذى يقوم عليه تحليل ديلمان[x] وزملائه ، فقد كشفت دراسة بارتوف (Bartov, 1991, P. 293) عن عكس ذلك ، فشراء المنشأة لأسهمها يرتبط ارتباطاً عكسياً مع المخاطر وارتباطاً طردياً مع العوائد المستقبلة ، بما يعنى زيادة حقيقية فى القيمة السوقية للسهم .

٦ ــ أسهم الشركات الصغيرة :

يسود الأسواق الأمريكية ــ فى السنوات الأخيرة ــ فكرة يطلق عليها تأثير الحجم الصغير Small Firm Effect . وتقضى هذه الفكرة بأن الاستثمار فى أسهم الشركات الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق ، حتى بعد أخذ المخاطر فى الحسبان (French, 1989, P. 368) . وقد أكدت دراسات رينقانيم (Reinganum, 1981, 1982) وبنز (Benz, 1981) على واقعية الفكرة .

فلقد قام رينقانيم Reinganum بتقسيم عينه من المنشآت فى عشر مجموعات

على أساس الحجم ، الذى تم قياسه بالقيمة السوقية (عدد الأسهم مضروباً فى القيمة السوقية للسهم) . ثم بحساب متوسط العائد لكل مجموعة وذلك خلال الفترة ١٩٦٣ ــ ١٩٨٠ ، اتضح له تميز واضح لمتوسط العائد للمجموعة التى تضم أصغر المنشآت . بل واتضح كذلك أن متوسط العائد ينخفض كلما اتجهنا إلى المجموعات ذات الحجم الأكبر . ليس هذا فقط بل اتضح كذلك أن المستثمر الذى استثمر فى بداية الفترة (عام ١٩٦٣) ١٠٠ دولار لشراء أسهم منشأة فى المجموعة ذات الحجم الأصغر حقق فى نهاية الفترة (عام ١٩٨٠) حصيلة قوامها ٤٦٠٠ دولار . أما المستثمر الذى استثمر نفس المبلغ فى إحدى منشآت المجموعة ذات الحجم الأكبر فإنتهى بحصيلة قوامها ٤٠٠ دولار .

وقد انتقد رول (Roll, 1981) وتشان وتشن (Chan & Chen, 1988) وهاندا وزملائه (Handa et al, 1989) فكرة تأثير الحجم الصغير ، على أساس أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر ، إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمراً غاية فى الصعوبة . غير أن دراسات رينقانيم Reinganum السابق الإشارة إليها قد أكدت على أنه حتى بعد قياس المخاطر بمقياس دمسون (Dimson, 1979) المتشدد ، واستخدامه فى تعديل العائد ظل عائد المنشآت صغيرة الحجم متميزاً .

كذلك تواجه الفكرة انتقاداً آخر مؤداه أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة (Stoll & Whaley, 1983; Fouse, 1989) ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها ، بل أيضاً بسبب ارتفاع الهامش الذى يطلبه صناع السوق (التجار والمتخصصين) الذين يتعاملون فى تلك الأسهم ، وبسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر (Fouse, 1989; Loeb, 1991) وهو ما يسهم فى ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات . حقاً قد تحقق أسهم تلك المنشآت عائداً إجماليا متميزاً إلا أن تكلفة المعاملات كفيلة بأن تلتهم جزءاً كبيراً من ذلك العائد . ويعترف سنكيفيلد

(Sinquefield, 1991) بالتأثير السلبى الذى تحدثه تكلفة المعاملات ، إلا أن دراسته قد كشفت عن أن هناك استراتيجيات مثمرة يتبعها المستثمر الذى تتضمن محفظته أسهم المنشآت الصغيرة ، يكون من شأنها إضعاف تأثير المتغيرات التى من شأنها أن تؤدى إلى ارتفاع تكلفة المعاملات .

ورغم كل هذا فإن على المستثمر أن يكون حذراً ، ذلك أن بعض المنشآت الصغيرة عادة ما لا تتوفر بشأنها معلومات كافية ، حتى أن الكثير من المحللين لا يلقون بالاً بتلك المنشآت ، وهو ما يطلق عليه بتأثير المنشآت المهملة Neglected Firm Effect . ومما يذكر أن الاستثمار فى أسهم تلك المنشآت عادة ما يكون قاصراً على الأفراد أما المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار فعادة ما تتجنب الاستثمار فى تلك الاسهم إما بسبب ضعف سيولتها أو بسبب صغر حجم الاصدار (French, 1989, P. 369) .

٧ ـــ أسهم المنشآت الخاسرة :

توصلت دراسة جف وزملائه (Jaffe et al, 1989, P. 138) إلى استنتاج يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة ، مؤداه أن الاستثمار فى أسهم المنشآت التى منيت بخسائر عادة ما يكون أكثر ربحية ، مقارنة بالاستثمار فى أسهم المنشآت التى حققت أرباحاً . وقد أكدت دراسة إتريدج وفولر (Ettredge & Fuller, 1991) على ذلك ، بل وأضافت أنه حتى بعد تثبيت متغير الحجم (حجم المنشأة) ظل عائد الاستثمار فى أسهم المنشآت التى تعرضت للخسائر أعلى من مثيله للمنشآت التى حققت الأرباح ، خاصة خلال السنة التالية لتعرضها لتلك الخسائر .

ويقدم براون وزملائه (Brown et al, 1991) تفسيراً لتلك الظاهرة ، بناء على ما يطلقون عليه بفرض المعلومات غير المؤكدة Uncertain Information Hypothesis . ويقضى هذا الفرض بأنه عندما تكون الآثار التى تحدثها المعلومات الجديدة (الخسائر فى هذه الحالة) غير مؤكده ، يرتفع معدل العائد

المطلوب للتعويض عن المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى أسهم المنشأة المعنية ، مما يؤدى إلى انخفاض قيمتها السوقية . وعندما يزول عدم التأكد وهو ما يحدث عندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح ، (Ettredge & Fuller, 1991, P. 28) تنخفض المخاطر وينخفض معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، الأمر الذى ينجم عنه ارتفاع فى القيمة السوقية للسهم .

ليس هذا فقط بل أنه وفقاً لهذا الفرض ـــ أى فرض المعلومات غير المؤكدة ـــ عادة ما تكون الآثار التى تعقب الأخبار السيئة (انخفاض قيمة السهم عقب التعرض للخسائر) أكبر من الآثار التى تتركها الأخبار السارة (ارتفاع قيمة السهم عقب الإعلان عن الأرباح) . وعندما يزول عدم التأكد وتحقق المنشأة الأرباح (بعد أن كانت قد منيت بالخسائر) ترتفع القيمة السوقية لأسهمها (والتى سبق أن اشتراها المستثمر عقب تحقيق المنشأة للخسائر) ، بدرجة أكبر من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت التى سبق لها أن حققت الأرباح . ولعل هذا يعد مبرراً للسبب الذى من أجله أن يكون أداء أسهم المنشآت فى السنوات التالية لتعرضها للخسائر ، أفضل من مثيله للمنشآت التى حققت الأرباح . ويتفق هذا التفسير مع ما سبق أن توصل إليه دى بوندت وذالر (De Bondt & Thaler, 1985, 1988) وهو (Howe, 1986) وبراون وهارلو (Brown & Harlow, 1988) .

استراتيجيات السمة الواحدة للمستثمر الكبير :

يقصد باستراتيجيات المستثمر الكبير Large Investor استراتيجيات المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار . ففى السبعينات اتجهت المؤسسات المالية فى الولايات المتحدة إلى الاستثمار فى أسهم منشآت الصناعات الواعدة ، وهى تلك التى يتوقع أن تتميز بمعدل نمو مرتفع مثل أسهم صناعة المساكن المتحركة Mobile Home ، والصناعة الالكترونية ، والحاسوب ، والهندسة الوراثية . أما السبب فى ذلك فهى رغبتها فى تخصيص الجانب الأكبر من

مواردها فى استثمارات أكثر ربحية وأكثر سيولة ، بما يضمن وجود سوق نشط لها إذا ما رغبت فى بيعها فيما بعد .

ولقد أدت هذه الاستراتيجية إلى تصنيف الأسهم فى السوق إلى مجموعتين Two Tiered Market أسهم تجذب اهتمام المؤسسات المالية ، وأسهم لا يتحقق لها ذلك (Loomis, 1973) . ويضيف ريلى (Reilly, 1985, P. 100) أنه أثناء سعى المؤسسات المالية وراء تلك الاستراتيجية حدث تصنيف آخر للأسهم Another Tiered Market ذلك أنه أصبح لدى المستثمر الكبير استعداداً لأن يدفع ــ على الأقل فى المدى القصير ــ سعر مختلف لكل جنيه من ربحية السهم (أى يقبل مضاعف ربحية أكبر) وذلك لأسهم منشأتين مختلفتين ، على الرغم من أن تساويهما من حيث العائد والمخاطر .

وفى الثمانينات اتجهت المؤسسات الكبيرة نحو استراتيجية بديلة ، تقوم على امكانية التغاضى عن أى سمة تتميز بها المنشآت التى توجه إليها الاستثمار ، باستثناء سمة واحدة هى الحجم . فحتى لو كانت المنشأة دورية أو دفاعية على النحو الذى سبقت الإشارة إليه ، فإنه لا مانع لدى المؤسسات المالية من شراء أسهمها طالما أنها منشأة كبيرة . فالمنشآت الكبيرة تتميز بأن عدد أسهمها المُصْدَرْ كبير ، بما يمكن المؤسسة المالية من بناء محفظة من أسهم عدد قليل من المنشآت ، مما يخفض تكلفة المعاملات وييسر إدارة المحفظة ، دون التضحية بهدف تعظيم العائد وتقليل المخاطر . وذلك عَلى أساس أن الهدف المذكور يمكن أن يتحقق بعدد صغير من الأسهم كما سبقت الإشارة . وحتى تتجنب مخاطر ضعف سيولة المحفظة ، اتجهت تلك المؤسسات إلى تحديد الحد الأقصى للمبلغ المستثمر فى أى سهم ، وذلك بحوالى ٥٪ من أسهم رأسمال المنشأة المعنية .

وكما هو الحال فى الاستراتيجية المتبعة فى السبعينات ، فإن استراتيجية الثمانينات خلقت تصنيفاً جديداً للأسهم إلى مجموعتين هما : أسهم المنشآت الصغيرة ، وأسهم المنشآت الكبيرة . مرة أخرى ترتب على هذه الاستراتيجية

ارتفاع فى مضاعف ربحية الأسهم التى جذبت اهتمام المؤسسات المالية ، مما أدى إلى ارتفاع قيمتها السوقية وذلك عن المستوى الذى يتناسب مع المخاطر والعائد على تلك الأسهم .

استراتيجية توقيت الاستثمار :

تركز الاستراتيجيات السابقة على تحديد السهم الذى ينبغى شراؤه ، أما استراتيجية توقيت الاستثمار Investment Timing فتركز على متي ينبغى أن يتم ذلك . فلو أن التحليل الأساسى قد كشف عن أن القيمة السوقية للسهم أقل مما ينبغى أى أقل من القيمة الحقيقية ، فإن هذا لا يعد كافياً من وجهة نظر بعض المستثمرين . ذلك أن هناك احتمال أن ينخفض سعر السهم أكثر وأكثر فى المستقبل مما يزيد من إحتمال تحقيق أرباح رأسمالية أكبر مستقبلاً ، كما أن هناك أيضاً احتمال أن يرتفع سعره فى المستقبل ليقترب أو يساوى القيمة الحقيقية وتضيع فرص تحقيق أرباح رأسمالية . بعبارة أخرى لا يهتم المستثمر فقط بتحديد السهم محل قرار الاستثمار ، بل يهتم كذلك بتوقيت ذلك القرار (French, 1989, P. 361) . فالتوقيت الجيد ــ شأنه شأن اختيار السهم الجيد ــ يتيح فرصة تحقيق عائداً متميزاً للمستثمر (Lee & Rahman, 1991) كما أن التوقيت غير الجيد من شأنه أن يضيع على المستثمر تلك الفرصة .

وعلى الرغم من أن المحللين الأساسيين عادة ما يوصون بالمسارعة بشراء السهم بمجرد اكتشاف أن قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية ، وهو ما يتمشى مع فرض كفاءة السوق(٥) ، إلا أن المستثمرين ينقسمون فى ذلك إلى مجموعتين (Francis, 1986, PP. 440-441) المجموعة الأولى تتمشى مع هذا الاتجاه ، أى تتخذ قرار الشراء طالما أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته

(٥) هذه التوصية تتمشى حتى مع فرض الحركة العشوائية لأسعار الأسهم Randam Walk الذى يقضى بالمسارعة باغتنام الفرص التى تتيحها الدورات قصيرة الأجل فى أسعار الأسهم ، وذلك بشراء السهم الذى يكون سعره فى السوق أقل من قيمته الحقيقية ، وبيع السهم الذى يكون سعره فى السوق أعلى من قيمته الحقيقية . وكما سيتضح تتعارض فكرة الحركة العشوائية للأسعار فكر المحللين الفنيين على النحو الذى عرضنا له فى الفصل الثانى عشر .

الحقيقية أو حتى تساويها ، ثم يحتفظون بالسهم لمدى طويل يحصلون فيها على التوزيعات وعلى أى أرباح رأسمالية يمكن أن تتحقق ، وهو ما يطلق عليه باستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy-and-Hold Strategy التى تتبعها شركات التأمين ، باعتبارها الوسيلة الوحيدة الملائمة لاستثمار التدفقات النقدية المتوالية . ففى ظل هذه الاستراتيجية تشترى الأسهم ويحتفظ بها ونادراً ما تعرض للبيع ، غير أن اتباعها مرهون بالايمان بكفاءة السوق على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من هذا الفصل .

أما المجموعة الثانية من المستثمرين والذى يمكن أن نطلق عليهم بالتجار Traders فيحاولون التنبؤ باتجاه أسعار السوق ، ومن ثم يقومون بالشراء عندما تنخفض الأسعار أو يقومون بالبيع عندما ترتفع الأسعار . وهم بالطبع يأملون فى تحقيق عائد يفوق العائد الذى تحققه استراتيجية الشراء والاحتفاظ . وعادة ما يقوم التنبؤ على أحد المؤشرات الاقتصادية التى تسبق الأحداث ، أى التى تكشف مسبقاً عن اتجاه الحركة المستقبلة لأسعار الأسهم فى السوق ، والتى تناولها الفصل الثامن . ومن الأمثلة على تلك المؤشرات مؤشر تصاريح البناء ، ومؤشر تأسيس منشآت جديدة ، وعقود شراء الآلات ، ومعدل الاستغناء عن العمالة ، وحجم المعروض من النقود . فمثلاً لو أن هناك توقعات بأن البنك المركزى يتجه نحو تخفيض نسبة الاحتياطى الالزامى Reserve Requirement أو معدل الخصم فى شباك الخصم Discount Window فإن هذا يقدم دليلاً على زيادة متوقعة فى المعروض من النقود ، وهو ما يمكن أن يكون له تأثير إيجابى على أسعار الأسهم ، بما يعنى أن التوقيت ملائم لاتخاذ قرارات الشراء .

الخلاصة :

يفرق التحليل الأساسى بين استراتيجيتين للإستثمار : استراتيجية تقوم على افتراض كفاءة السوق ويطلق عليها استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، وفى ظلها يتم بناء محفظة للأوراق المالية على ضوء اعتبارات أساسية تتعلق بالتنويع ،

والمخاطر ، والضريبة ، والسيولة ، وتوقيت الاستثمار . أما الاستراتيجية الثانية فلا تعترف بكفاءة السوق ، وينبثق عنها استراتيجيات فرعية هى استراتيجية السمات المتعددة ، واستراتيجية السمة الواحدة ، واستراتيجية السمة الواحدة للمستثمر الكبير . وذلك إضافة إلى استراتيجية توقيت قرار الاستثمار .

الباب الخامس

كفاءة سوق رأس المال وتأثير السيولة

تناول الباب الرابع تحليل المعلومات المتاحة سواء تعلقت تلك المعلومات بالشئون الدولية أو الاقتصاد المحلى ، أو تعلقت بالصناعة أو بالمنشآت التى تنتمى لتلك الصناعة . وكان الهدف من التحليل ــ وعلى الأخص التحليل الأساسى ــ هو الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ، وما إذا كان السعر الذى تباع به أعلى أو أقل مما ينبغى . وتعد نتائج هذا التحليل بمثابة أداة تسهم فى تحقيق الكفاءة لأسواق رأس المال ، التى سيتركز عليها الاهتمام فى هذا الباب الذى يتضمن ثلاثة فصول من الرابع عشر إلى السادس عشر . ففى الفصل الرابع عشر نعرض لكفاءة سوق رأس المال ، حيث نكشف عن مفهوم الكفاءة والصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق . يلى ذلك الفصل الخامس عشر الذى يتناول سيولة السوق وتأثيرها على القيمة السوقية للورقة المالية ، وذلك تمهيداً للفصل السادس عشر الذى يعنى بتأثير السيولة على كفاءة السوق .

الفصل الرابع عشر
كفاءة سوق رأس المال

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال ـــ ومازالت تثير ـــ خلافاً بين المهتمين بتلك الأسواق . فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم فى السوق على وجه السرعة ، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه ، يكون من شأنها تغيير نظرتهم فى المنشأة المصدرة للسهم . وحيث أن المعلومات تأتى إلى السوق فى أى وقت ومستقلة عن بعضها البعض ، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية ، حيث تتجه صعوداً مع الأنباء السارة وهبوطاً مع الأنباء غير السارة ، التى تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق انذار . وفى ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات ، فلن يتمكن أى منهم من تحقيق السبق فى الحصول على المعلومات أو فى تحليلها ، ومن ثم فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين .

وفى تناولنا لكفاءة سوق رأس المال سنعرض لها فى خمسة أقسام . فى القسم الأول نعرض بشىء من التفصيل للمفهوم العام لكفاءة السوق ، وفى القسم الثانى نميز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية . ننتقل بعد ذلك إلى القسم الثالث الذى يحدد المتطلبات التى يجب توافرها لكى تتحقق الكفاءة لسوق رأس المال ، نتبعه بالقسم الرابع الذى يضع اطارا لفروض السوق الكفء ، ثم نختتم الفصل بالقسم الخامس الذى يعرض لمفهوم الحركة العشوائية للأسعار التى هى نتاج لكفاءة السوق .

مفهوم كفاءة السوق :

فى السوق الكفء Efficient Market يعكس سعر السهم الذى تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات فى القوائم المالية أو فى معلومات تبثها وسائل الاعلام ، أو تمثلت فى السجل التاريخى لسعر السهم فى الأيام والأسابيع والسنوات الماضية ، أو فى تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة ، أو غير ذلك من المعلومات التى

تؤثر على القيمة السوقية للسهم . وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه فى ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هى قيمة عادلة Fair Value تعكس تماماً قيمته الحقيقية Intrinsic Value التى يتولد عنها عائد يكفى لتعويض المستثمر عما ينطوى عليه الاستثمار فى ذلك السهم من مخاطر . أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلة الناجمة عن إمتلاكه ــ والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفى لتعويض المستثمر عن المخاطر ــ تساوى تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه ، وهو ما تعكسه المعادلة ١٤ ــ ١ التى هى ذاتها المعادلة ١١ ــ ١٣ التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الحادى عشر .

$$\text{ق} = \sum_{\text{س} = ١}^{\infty} \frac{\text{ت}_{\text{س}}}{(١ + \text{م})^{\text{س}}} \qquad (١٤ - ١)$$

حيث ق تمثل القيمة السوقية للسهم وهي تعادل قيمته الحقيقية ، ت تمثل التوزيعات السنوية ، م تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذى يكفى للتعويض عن المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى السهم .

ويمكن إعادة صياغة تلك المعادلة فى صيغة معادلة صافى القيمة الحالية المساوية للصفر ، والتى تعنى أن الاستثمار فى السهم يحقق بالتمام والكمال ــ دون زيادة أو نقصان ــ العائد المطلوب على الاستثمار ، وهو ما توضحه المعادلة ١٤ ــ ٢ .

$$\text{صافى القيمة الحالية} = \sum_{\text{س} = ١}^{\infty} \frac{\text{ت}_{\text{س}}}{(١ + \text{م})^{\text{س}}} - \text{ق}$$

$$= \text{صفر} \qquad (١٤ - ٢)$$

تشير المعادلة ١٤ ــ ١ صراحة والمعادلة ١٤ ــ ٢ ضمنياً أنه فى ظل السوق الكفء يعكس سعر السهم فى السوق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلة ، وبشأن المخاطر التى تتعرض لها هذه المكاسب . وهنا يشير فرانكس وزملائه (Franks et al, 1985, P. 312) إلى نقطة جديرة بالاهتمام وهى أن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعنى أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلة والمخاطر التى تحيط بها متطابقة تماماً . فقرارات بعض المستثمرين قليلى

الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية Miller & Reilly, 1987,) P. 33; Black, 1986; Shiller, 1990) غير أن قرارات المستثمرين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية (Fischer & Randall, 1987, P. 554) ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق ، فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بان تقديراته سليمة أى ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغى (Reilly, 1985, P. 166) .

غير أن الادعاء بأن القيمة السوقية للسهم فى ظل السوق الكفء تعادل قيمته الحقيقية ليس هو الادعاء الوحيد ، إذ فى ظل السوق الكفء يمكن الادعاء كذلك بأنه طالما أن سعر السهم فى السوق يعكس دائماً قيمته الحقيقية ، فإنه لا يمكن لأى من المتعاملين أن يحقق عائداً غير عادياً يفوق ما يحققه أقرانه . فالعائد المتاح للجميع يكفي بالتمام والكمال لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى السهم محل الصفقة ، بلا زيادة أو نقصان . فالسعر دائماً يعكس كافة المعلومات المتاحة بسرعة فائقة ، ولن يوجد فى السوق سهم يباع فى أى لحظة ، بقيمة تزيد أو تقل عن قيمته الحقيقية التى تعكسها المعلومات المتاحة للجميع فى تلك اللحظة .

هذا بالطبع لا يعنى أن القيمة السوقية للسهم تبقى ثابتة على الدوام . فمع كل معلومة تصل إلى السوق بشأن المنشأة المصدرة لذلك السهم ، يتوقع أن ترتفع أو تنخفض قيمته السوقية وذلك اعتماداً على ما إذا كانت تلك المعلومات تحمل فى طياتها أخباراً سارة أو غير سارة عن مستقبل تلك المنشأة . يستوى فى ذلك المعلومات ذات التأثير المباشر مثل الاعلان عن زيادة فى التوزيعات أو فى الأرباح المتولدة ، أو المعلومات ذات التأثير غير المباشر مثل الاعلان عن احتمال فرض رسوم جمركية على الواردات من المنتجات المنافسة ، أو المعلومات عن اضرابات عمالية لدى مورد محلى تعتمد عليه المنشأة فى تزويدها باحتياجاتها من المواد الخام .

الكيفية التى تتحقق بها الكفاءة للسوق :

فى البداية دعنا نفترض أن المستثمرين يجاهدون لتحقيق أقصى قدر ممكن من المنفعة من وراء ما لديهم من ثروة Utility Maximizers . هذا يعنى أنهم

يتسمون بالرشد ، ومن ثم يتوقع أن يتنافسون فيما بينهم لتعظيم الأرباح التى يحققونها من وراء الصفقات التى يبرمونها . وكما يبدو فأنه فى ظل السوق الكفء لا سبيل أمام كل منهم سوى الانفراد بميزة الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين ، حتى يمكن له اكتشاف ما إذا كانت القيمة السوقية الحالية للسهم ـــ فى ظل المعلومات الجديدة التى وردت إليه ـــ أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية ، بما يمكنه من اتخاذ القرار الاستثمارى السليم قبل أقرانه ، وتتاح له بالتالى فرصة تحقيق مستوى من الأرباح لا يتاح لهم . ولكن هل يمكن أن يتحقق ذلك لأى من المستثمرين ؟

كما سبقت الاشارة عند تناول التحليل الأساسى ، ليس من الضرورى أن يقوم المستثمرين بأنفسهم بتجميع وتحليل المعلومات المتاحة ، إذ عادة ما تقوم بها نيابة عنهم بيوت السمسرة ، ومستشارى الاستثمار Investment Advisors والمكاتب المستقلة للبحوث والدراسات ، والأجهزة الحكومية ، والصحف والمجالات المتخصصة .... ، وغير ذلك من الجهات المعنية التى تتنافس بشدة فيما بينها لخدمة المستثمرين . وفى هذا المناخ التنافسى يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات إلى العملاء بسرعة فائقة وفى نفس الوقت تقريباً ، بما يعنى استحالة انفراد أى منهم بميزة السبق فى شأن الحصول على تقييم للسعر الذى يباع به السهم ، وما إذا كان قد أصبح أكبر أو أقل من قيمته الحقيقية فى ظل المعلومات الجديدة . وبناء عليه يصبح من الصعب على أى مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين .

ففى ظل السوق الكفء لا يوجد فاصل زمنى بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم ، كما لا يوجد فاصل زمنى بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها . فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود المعلومات الجديدة ، سيتم تحليلها بسرعة لتصل إلى الجميع (بائعين ومشترين) فى نفس الوقت ، مما يترتب عليه حدوث تغيير فورى فى القيمة السوقية للسهم لكى تعكس قيمته الحقيقية ، دون أن يتاح لأى مستثمر ميزة السبق التى من شأنها أن تتيح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية Abnormal Profit على حساب آخرين ;(Huang, 1987, PP. 476-477

(Francis, 1986, P. 526; Schall & Haley, 1988, PP. 122-123 . بل ويضيف فيرث (Firth, 1986, P. 4) أن المبالغة فى تحليل المعلومات لا يمكن أن يتولد عنها أى عائد اضافى . فحتى إذا ما حقق المستثمر عائداً اضافياً نتيجة لذلك ، فإن التكاليف الاضافية للتحليل قد تعادل إن لم تفوق العائد الاضافى الذى تحقق .

وعلى الرغم من هذا لا ينكر انصار السوق الكفء امكانية تحقيق بعض المستثمرين أرباحاً غير عادية على حساب غيرهم ، إلا أن هذا يرجع إلى الصدفة والصدفة فقط ، إذ لا يمكن لأحد فى ظل السوق الكفء ، أن يتنبأ بالظروف التى يمكن فى ظلها أن يحقق مثل هذه الأرباح (Firth, 1986, P. 5; French, 1989, P. 207) دون أن يكون هناك فرصة مماثلة ومتاحة للآخرين . هذا بالطبع يقوم على افتراض عدم وجود أى فرصة لأى مستثمر فى الحصول على المعلومات مباشرة من المنشأة المعنية Inside Information قبل وصولها إلى باقى المستثمرين . فهناك المديرين وكبار العاملين الذين لديهم أسراراً كاملة عن المنشأة التى يعملون بها Insider . والتى يمكن إذا ما استخدموها — هم أو أقاربهم أو أصدقائهم — فى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية فى أسهم تلك المنشأة ، أن يحققوا من ورائها أرباحاً طائلة على حساب غيرهم من المستثمرين الذين لا تتاح لهم هذه المعلومات . ولكن هل يمكن لهذا أن يحدث ؟ هذا ما سوف نجيب عليه عند تناول صيغة فرض السوق القوى Strong Form Efficient Markets Hypothesis وذلك فى القسم الرابع من هذا الفصل .

وقبل أن ننتقل للقسم الثانى الذى يفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ، نود أن نشير إلى مقولة مؤداها أن مفهوم كفاءة السوق هو مفهوم مثير للاهتمام بل ومثير للعجب . فلكى يكون السوق كفئاً ، لابد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون فى أن السوق غير كفء . وبسبب هذا الاعتقاد يتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها ، وهو ما يؤدى إلى تغير سريع فى القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية ، وحينئذ يتحقق للسوق الكفاءة التى ينشدها (French, 1989, P. 205) ولا يحقق أى منهم الأرباح غير العادية التى كان يسعى إلى تحقيقها .

الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية :

على ضوء التحليل السابق يمكن القول بأن السوق الكفء هو ذلك الذى لا يوجد فيه فاصل زمنى ، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، وهو ما يضمن تغيير فورى فى السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة (French, 1989, P. 205; Schall & Haley, 1988, PP. 114-115; Firth, 1986, P. 4) . هذا بالطبع يحمل فى طياته أنه لا يوجد فاصل زمنى بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات ، ومن ثم لن تتاح لأى منهم فرصة لا تتاح لغيره . هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market التى تقتضى توافر شروط السوق الكاملة Perfect Market التى تتمثل فى (Samuels & Wilkes, 1986, P. 137; Firth, 1986, P. 2) .

١ ــ أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع فى ذات اللحظة وبدون تكاليف The Market IS Informationally Efficient.. وفى ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة Homogeneous Expectations نظراً تماثل المعلومات المتاحة لكل منهم .

٢ ــ أنه لا توجد أى قيود على التعامل Markets Are Frictionless فلا توجد تكاليف للمعاملات Transaction Costs أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف التى عرض لها الفصل الرابع . كما يمكن للمستثمر أن يشترى ويبيع أى كمية من السهم مهما صغر حجمها Securities Are Perfectly Divisible وذلك بيسر وسهولة Securities Are Markerable . هذا إلى جانب عدم وجود أى قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة فى الحصول على الأموال ، كما لا توجد قيود أخرى من أى نوع .

٣ ــ هناك عدد كبير من المستثمرين ، ومن ثم فإن تصرفات أى منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم . وهذا يعنى أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها Investors Are Price Takers .

٤ ـــ أن المستثمرين يتصفون بالرشد ، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التى يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم All Investors Are Utility Maximizers .

ولكن هل يمكن لهذه الشروط أن تتحقق فى عالم الواقع ؟ بالنسبة للشرط الأول يؤكد الواقع على أن المعلومات يمكن أن تتاح للمستثمر بالمجان ، فالمكتبات الجامعية وغيرها من المكتبات مليئة بالمعلومات التى تفوق قدرة المستثمر على تحليلها . وإذا لم يتوفر له الوقت للذهاب إلى تلك المكتبات ، فيمكنه شراء الصحف والمجلات المتخصصة فى شئون المال والأعمال ، وذلك بتكاليف زهيدة ولا تمثل عبئاً ـــ بأى المقاييس ـــ على ميزانية المستثمر . هذا عن التكاليف ولكن ماذا عن الشق الآخر الذى يقضى بوصول المعلومات للمستثمرين فى ذات اللحظة ؟ لا ننكر احتمال قيام أحد أعضاء مجلس ادارة إحدى المنشآت بتزويد بعض أقاربه أو أصدقائه بمعلومات عن المنشأة المعنية ، يمكنهم بمقتضاها تحقيق نوع من السبق على غيرهم من المستثمرين . غير أننا ينبغى أن نتنبه أن عدد هؤلاء لابد وأن يكون صغيراً ، وأن السواد الأعظم من المعلومات يمكن أن يصل إلى جمهور المستثمرين بسرعة كبيرة خاصة فى ظل تقدم سبل الاتصال (Franch, 1989, P. 206) .

بل ويضيف رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 620) أنه إذا كان هناك حفنه من أقارب أو أصدقاء أعضاء الادارة يمكنها الحصول على المعلومات مبكراً ، فإن المستثمر المحنك الذى يدرك أنه سيكون آخر من يحصل على المعلومات ، يمكنه أن يستعين بخدمة بيوت السمسرة الكبيرة أو مكاتب البحوث الدراسات ذات السمعة وذلك بتكاليف زهيدة . فلهذه البيوت والمكاتب وسائلها فى الحصول على معلومات مماثلة إما من خلال العاملين بالمنشأة المعنية أو من خلال دراسات وتحليلات عميقة تقوم بها . وكنتيجة لذلك سوف يتساوى الجميع ، ولن يتمكن المستثمر الذى تربطه علاقة قرابة أو صداقة بأعضاء مجلس الادارة أن يحقق سبقاً على غيره من المستثمرين .

أما بالنسبة للشرط الثانى فأنه كما سبقت الاشارة فى الفصل الرابع توجد تكاليف للمعاملات كما توجد ضرائب اضافة إلى تكاليف أخرى . ليس هذا

فقط بل وأن الضرائب قد تقف حائلاً دون ابرام بعض الصفقات . فمثلاً قد يؤجل المستثمر قرار للبيع فى نهاية سنة ضريبية بهدف نقل عبء الضريبة على الأرباح الرأسمالية التى قد تنجم عن الصفقة إلى العام التالى . ولا تعد الضرائب هى الحائل الوحيد . فهناك العديد من القوانين التى تفرض قيوداً على ابرام بعض الصفقات ، ومن أمثلتها تلك التى تتعلق بالشراء النقدى الجزئى والبيع على المكشوف اللذان سبقت الاشارة إليهما فى الفصل الرابع . يضاف إلى ذلك وجود حد أدنى لعدد الأسهم التى يمكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر . ومع هذا يعتقد رادكليف (Radcliffe, 1982, P. 620) فى أن تكلفة المعاملات تعتبر ضئيلة إلى الحد الذى لا يمكن معه أن تعتبر حائلاً فى طريق ابرام الصفقات ، وأن الضرائب والقيود التى تفرضها التشريعات لم يثبت الواقع أن لها أثراً ملموساً على حركة التعامل فى أسواق رأس المال .

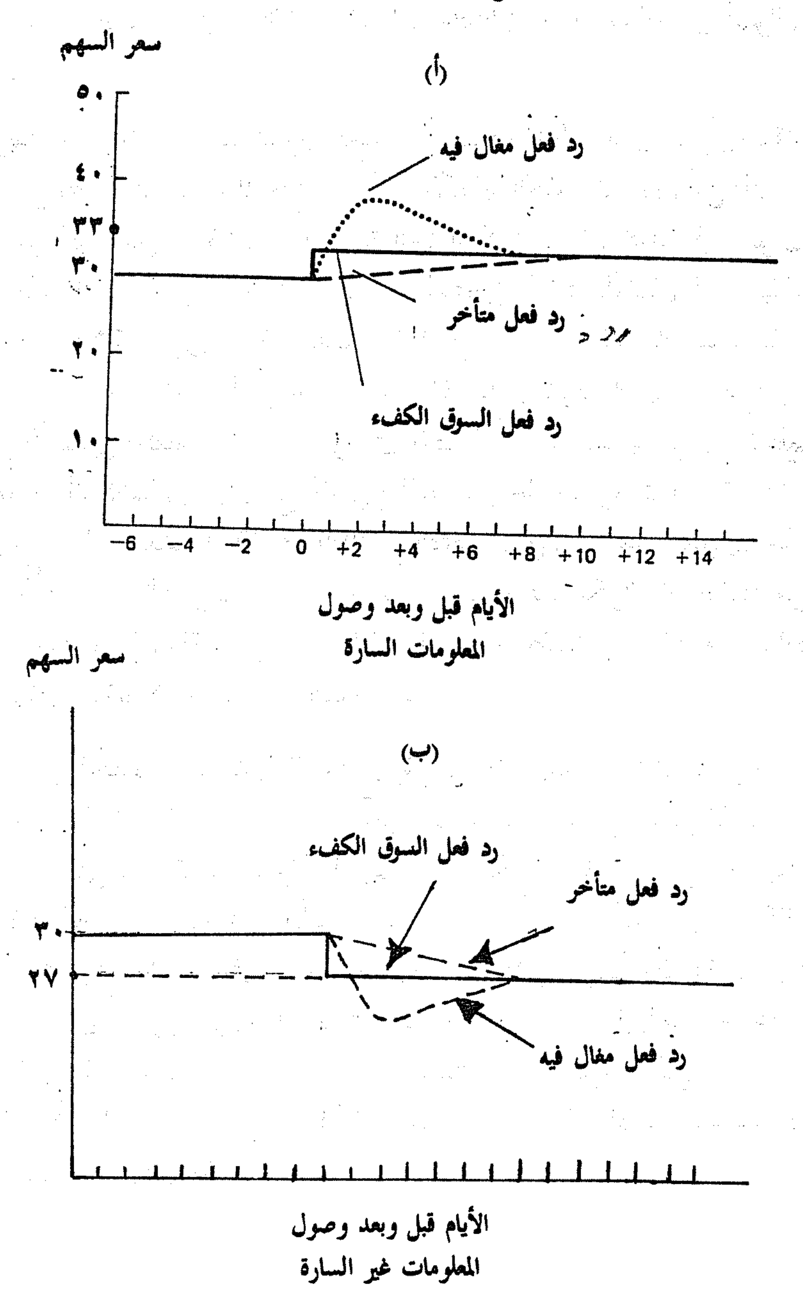
وإذا ما انتقلنا إلى الشرط الثالث الذى يقضى بتوافر عدد كبير من المستثمرين ، فسوف نواجه بالحقيقة التى تشير إلى أن ما بين ٧٠٪ إلى ٧٥٪ من المعاملات التى أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة فى بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث أنه ترك فى بعض الأحيان آثاراً على سعر الورقة المالية التى تضمنتها الصفقة (Jeisst, 1989, PP. 23 & 25; Schwartz, 1991) . ليس هذا فقط بل أن مجرد إشاعة عن أن أحد الخبراء المعروفين فى مجال تنفيذ صفقات شراء الأسهم بهدف السيطرة Takeovers أو أن أحد المستثمرين المشهود لهم بالحنكة والقدرة على المناورة Market Maneuvers فى طريقه إلى شراء أسهم احدى المنشآت ، كفيل بأن يحدث تغييراً فى سعر الورقة المالية التى يزمع التعامل عليها . وعلى الرغم من ذلك يؤكد فرنش (French, 1989, P. 206) وفرانكس وزملائه (Franks et al, 1985, P. 313) على أن صفقات ضخمة تتضمن عشرات الآلاف من الأسهم تبرم يومياً لأغراض مختلفة ، دون أن يكون لذلك أثراً ملموساً على سعر السهم محل التعامل .

أما الشرط الرابع وهو الذى يقضى بأن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة من موارده المتاحة ، فهو شرط مقبول . حقاً هناك بعض المستثمرين الذين قد لا يسعون إلى تحقيق هذا الهدف ، إلا أن السواد الأعظم من المستثمرين يضع ذلك الهدف نصب عينيه (French, 1989, P. 206) عندما يتعامل فى أسواق المال .

وبعد استعراض شروط السوق الكامل ومناقشتها أخالنى أرى القارىء وقد استاء من المحاولة المستميتة للدفاع عن فكرة الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال ، وله الحق كل الحق فى ذلك . فالكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر فى أسواق رأس المال أو أى أسواق أخرى ، إذ من المستحيل تحقيق الكمال فى استيفاء الشروط الثلاثة الأولى (Samuels & Wilks, 1986, P. 137; Firth, 1986, P. 2) . وفى هذه الحالة ليس أمامنا سوى التمسك بالشرط الرابع ـــ باعتباره المحور الأساسى لكفاءة السوق ـــ والذى يقضى بأن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة ، وأنه دائماً فى سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التى تساعده فى بلوغ ذلك الهدف (French, 1989, P. 207) . وإذا ما قبل القارىء هذا الحد الأدنى من الشروط ـــ وهو ما نتوقعه ـــ حينئذ نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق Perfectly Efficient Market إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market .

فى ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضى بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم ، وهو ما يعنى أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل . غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً ، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة فى المدى الطويل (French, 1989, P. 207) . ويصور شكل ١٤ ـــ ١ حركة الأسعار فى ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق (Hougen, 1986, P. 477) .

شكل ١٤ ــ ١
التغير فى سعر السهم فى ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



يشير شكل ١٤ ــ ١ أ إلى أنه فى اليوم الأول من شهر يونيو من عام ١٩٩٣ كانت القيمة السوقية للسهم ٣٠ جنيه . وفى ذات اليوم وصلت أنباء سارة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية ، وفى ظلها قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل ٣٣ جنيه . وإذا ما كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع سعر السهم فوراً من ٣٠ جنيه إلى ٣٣ جنيه وهو ما يعكسه الخط الداكن . أما فى ظل فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف ، إذ يمضى بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج منها بنتيجة بشأن القيمة التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم . وهذا يعنى بالتبعية وجود فاصل زمنى منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية ، وهو ما يعكسه الخط المتقطع والمنحنى المرسوم بالنقط ، واللذان يعكسان سيناريوهين مختلفين (Hougen, 1987, P. 477) .

السيناريو الأول أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه المهمين بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائى بشأن ما ينبغى أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم . على ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم باصدار أوامر لشراء السهم مما يؤدى إلى حدوث ارتفاع طفيف فى سعره . وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة ــ يبلغها لأولئك العملاء ــ تقضى بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية . وبالطبع يمضى مزيداً من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم فى الارتفاع ــ تحت وطأة زيادة الطلب ــ إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية ، وهو ما يصوره الخط المتقطع .

أما السيناريو الثانى فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التى حصلوا عليها من بيت السمسرة كان مغال فيه Overreaction لدرجة أن سعر السهم ارتفع على أثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية ، وهو ما يوضحه المنحنى المرسوم بالنقط . وبوصول معلومات من بيت السمسرة تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها ، يتوقع أن تبدأ أوامر البيع فى التدفق مما يؤدى إلى هبوط سعره ليصل إلى قيمته الحقيقية . وكما يبدو فإنه فى ظل السيناريوهين ستصل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الحقيقية ولكن بعد مضى بعض الوقت الذى يتوقع أن يكون قصيراً ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه عند التعرض

لكفاءة التسعير التى سنتناولها فى القسم التالى . هذا ويمكن اتباع نفس النهج فى تفسير الشكل ١٤ ــ ١ ب الذى يعكس أنباءً غير سارة .

متطلبات كفاءة سوق رأس المال :

خلص القسم السابق إلى أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمنى بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات . غير أننا لازلنا حتى الآن غير قادرين على تحديد أبعاد كفاءة السوق . وفى هذا الصدد يشير فرنسيس (Francis, 1986, PP. 82-85) ، وساميلس وولكس (Samuels & Wilkes, 1986, PP. 173-183) إلى أن السوق الكفء هو ذلك الذى يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة Allocation Efficiency بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية . وفى هذا الصدد يلعب السوق دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر . أما الدور المباشر فيقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما ، فهم فى حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلة . هذا يعنى أن المنشآت التى تتاح لها فرص استثمار واعدة ــ وصلت أخبارها إلى المتعاملين فى السوق ــ سوف تستطيع بسهولة اصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بسعر ملائم مما يعنى زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية .

أما الدور غير المباشر فهو أن إقبال المستثمرين على التعامل فى الأسهم التى تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين ، مما يعنى إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال اصدار سندات أو ابرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية ، وعادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول . ومن ناحية أخرى يتوقع أن تواجه المنشآت التى لا يتوافر لها فرص مواتيه للاستثمار صعوبة فى اصدار وتصريف المزيد من الأسهم ، وحتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم ، مما يعنى حصيلة اصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال . وإذا ما لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل ، فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع .

ولكى يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل فى التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ، ينبغى أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما : كفاءة التسعير ، وكفاءة التشغيل (West & Tinic, 1974; West, 1975; Francis, 1986, PP. 82-85) .

كفاءة التسعير :

يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية External Efficiency ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين فى السوق بسرعة ــ دون فاصل زمنى كبير ــ بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة . ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا فى سبيلها تكاليف باهظة ، بما يعنى أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات . وبهذا يصبح التعامل فى ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة Fair-Game Market فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أى منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين (Fama, 1970) .

وإذا كان تحقيق أرباحاً غير عادية أمراً صعباً فى هذا السوق ، إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل . فقد يمنى مستثمراً عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة ، نظراً لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة . غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل أو كسل المستثمر ذاته . كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة فى الحصول على المعلومات قبل غيرهم Inside Information واستخدامها فى تحقيق أرباح غير عادية . غير أن هذا يحدث من حفنه قليلة من المستثمرين ولمرات معدودة . فالسوق الكفء لا يمكن فى ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ، ويحققوا بسببها أرباحاً طائلة على حساب آخرين . لماذا ؟ لأن أى وسيلة للكسب المميز ــ فى أى مجال من مجالات الحياة ــ تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

كفاءة التشغيل :

يطلق على كفاءة التشغيل Operational Efficiency بالكفاءة الداخلية Internal Efficiency ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب ، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة Brokerage Commission Cost ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أى صناع السوق Market Makers فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح Bid-Asked Spread مغال فيه(١) . وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل . فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغى أن تكون التكاليف التى يتكبدها المستثمرين لاتمام الصفقة عند حدها الأدنى ، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذى تحدثه تلك المعلومات على السعر الذى تباع به الورقة(٢) . وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفى لتغطية تلك التكاليف .

وفى محاولة لتحسين كفاءة التشغيل فى أسواق رأس المال الأمريكية ، صدر تشريع فى أول شهر مايو من عام ١٩٧٥ أطلق عليه يوم مايو May Day سمح بمقتضاه للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية فى أكثر من سوق منظمه أى أكثر من بورصة ، مما خلق تنافساً قوياً بين صناع السوق ترتب عليه انخفاض فى الهامش الذى يطلبونه فى مقابل خلق سوق للورقة المالية المعنية . كذلك صدرت سلسلة من التشريعات بشأن عمولة السمسرة انتهت إلى جعلها محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه تفصيلاً فى الفصل السادس عشر . هذا إلى جانب المنافسة القوية بين صناع السوق والتى خلقها وجود السوق الثالث والسوق الرابع وتجار الطلبيات الكبيرة إلى جانب السوق الثانى ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث . يضاف إلى ذلك القرارات التى يمكن أن تتخذها ادارة البورصة لايقاف التعامل فى

(١) كما سبقت الاشارة فى مواضع متعددة يمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذى يدفعه صانع السوق لشراء الورقة ، والسعر الذى يطلبه عند بيعها .

(٢) الورقة المالية هى اصطلاح شامل يتضمن الأسهم العادية وغيرها من الأوراق المتداولة فى السوق .

حالة الاختلال الواضح بين الطلب والعرض ، وذلك على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل الثامن عشر .

الصيغ المختلفة لكفاءة السوق :

خلص القسم الثالث إلى أن من سمات السوق الكفء أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التى من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه . ولكن أى معلومات ؟ تقتضى الاجابة على هذا السؤال البسيط التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis (EMH) والتى تتمثل فى فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق ، وفرض الصيغة متوسط القوة ، وأخيراً فرض الصيغة القوية .

فرض الصيغة الضعيفة :

يقضى فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق The Weak Form Efficient Market Hypothesis بأن المعلومات التى تعكسها أسعار الأسهم فى السوق هى المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التى جرت عليه فى الماضى . وهو ما يعنى أن أى محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم فى المستقبل ، من خلال دراسة التغيرات التى طرأت على سعره فى الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هى مسألة عديمة الجدوى . وإذا ما تذكر القارىء التحليل الفنى الذى عرض له الفصل الثانى عشر ، فسوف يدرك أن صيغة الفرض الضعيف ترفض جملة وتفصيلا الفلسفة التى يقوم عليها هذا التحليل .

هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية Randam Walk Theory للأسعار (Fischer & Jordan, 1987, P. 542) . ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم إعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات فى الماضى ، فإن التغيرات التى تطرأ على سعر السهم فى المستقبل لابد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التى طرأت على سعره فى الماضى . أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أى ترابط ، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار (French, 1989, P. 209) .

وقد اختبرت الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من خلال ثلاثة مداخل مختلفة هي سلسلة الارتباط ، وقواعد التصفية ، واختبار الأنماط الطارئة . وسوف نعرض باختصار لما يعنيه كل مدخل ، ثم نختتم تلك المداخل بخلاصة نتائج الدراسات الميدانية .

١ ــ سلسلة الارتباط :

تقيس سلسلة الارتباط Serial Correlations or Autocorrelation معامل الارتباط بين التغير فى سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة . وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمطاً للتغير فى الأسعار ، فإن هذا يعد بمثابة رفضاً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق . كل هذا مع ملاحظة أننا نهتم بالمدى القصير وليس بالمدى الطويل . ففى المدى الطويل الذى يمتد لعدد من السنين ، قد يكون هناك نمط معين لاتجاه الأسعار (Francis, 1986, P. 530) إلا أن هذا يعد أمر غير ذى موضوع . ذلك أن محور الاهتمام هو المدى القصير (يوم أو أسبوع أو شهر) الذى يسعى فيه المضاربين وبعض المستثمرين للتنبؤ بالأسعار المستقبلة ــ بناء على حركة الأسعار فى الماضى ــ وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون لا يقومون بمثل هذا التنبؤ . هذا وقد حظى هذا النوع من الاختبارات باهتمام كثير من الباحثين (Moore, 1962; Solnik, 1973; Branch, 1977; Roll, 1982; Reinganum, 1983; Goldenberger, 1988) .

٢ ــ قواعد التصفية :

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار ، ويقترحون بديلاً واقعياً لاثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق . فالذين يعتقدون فى تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار ، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذى يحقق له ــ بعد خصم تكلفة المعاملات ــ عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد (Fama & Blum, 1966; Jensen & Bennington, 1970; Sweenely, 1988) . هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية Filtering Rules .

وفى هذا الصدد توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التى اقترحها الفنيين (Radcliffe, 1982, PP. 625-630) مجموعة تقوم على أن ارتفاعاً فى السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه فى قرار الشراء ، وأن انخفاضاً فى السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع . أما المجموعة الثانية فهى قواعد الدورات والموسمية Market Cycles and Seasonality ومن بينها تلك التى تقضى بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار . ومنها كذلك ما يقضى بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح فى شهرى سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقى شهور السنة (Maimakliotis & Renshow, 1991) وهو ما يسمى بتأثير التوقيت Calendar Effect الذى أشار إليه كين (Keane, 1991, P. 30) . وبالطبع لو صح ذلك الاعتقاد فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب فى الوقت المناسب . أما المجموعة الثالثة والرابعة فهى المتوسط المتحرك ، والقوة النسبية لسعر السهم ، اللذان سبقت الاشارة إليهما فى الفصل الثانى عشر .

٣ ــ اختيار الأنماط الطارئة :

من الانتقادات الموجهة إلى سلسلة الارتباط وقواعد التصفية أنهما قد يفشلا فى اكتشاف الأنماط الطارئة فى التغيرات السعرية . بعبارة أخرى يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت ، إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطاً معيناً يمكن إقتفاء أثره (Hadaway & Rochester, 1982 . وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير فى اتجاه الأسعار Runs Tests . التى تهدف إلى معرفة عدد المرات التى حدث فيها تغير فى اتجاه الأسعار ، وطول الفترة فى كل مرة (Francis, 1986, P. 531) فالسلسلة التالية من الأسعار تكشف عن أن هناك ٤ تغيرات سعرية هى موجب ، صفر ، وسالب ، وموجب . حيث + س تعنى حركة سعرية بالزيادة ، ــ س تعنى حركة سعرية بالانخفاض . كما تكشف كذلك عن تفاوت الفترة التى أمضاها كل تغير . فالتغير الموجب الأول استمر ثلاثة أيام متتالية ، بينما لم يدوم التغير السالب غير يومين .

+ س ، + س ، + س ، صفر ، ــ س ، ــ س ، + س

وإذا ما اتضح من تحليل ذلك الاختبار أن هناك تغيرات سعرية (+ ، صفر ، -) تحدث أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية ، فإن هذا يعد دليلاً على أن هناك نوع من الحركة غير العشوائية فى الأسعار . هذا ويوجد بالفعل اختبار احصائى بذات الاسم Run Test يمكنه الكشف عن عدد مرات التغير فى أى سلسلة من الأرقام ، سواء كانت تلك السلسلة لسعر سهم معين أو لقيم أحد مؤشرات الأسعار .

وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحداً أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط ، وقواعد التصفية ، واختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق . هذا بالطبع لا يعكس تأييداً مطلقاً ، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين Technicians or Chartists الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط فى حركة أسعار الأسهم . ذلك أن هناك دراسات أخرى قد أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية ، وان كانت نتائجها قد تعرضت لانتقادات بسبب عدم دقة القياس (Francis, 1986, PP. 531-532; Roll, 1983; Blume & Stambaugh, 1983; Samuels & Wilkes, 1986, P. 142) مما نجم عنه إمكانية تفسير النتائج بأسباب بعيدة كل البعد عن مفهوم كفاءة السوق .

هذا وقد يكون من المناسب الاشارة إلى ما خلص إليه فاما (Fama, 1970) بعد مراجعة شاملة لدراسات سابقة لاختبار صيغة الفرض الضعيف . فلقد أشار إلى أن التغيرات السعرية فى المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السعرية فى الماضى أو الحاضر . وبناء عليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحاً غير عادية ، من جراء قيامهم بتحليل الحركة التاريخية للأسعار . هذا يعنى بالقطع تأييد لصيغة الفرض الضعيف . وبالطبع يدرك طلاب الادارة المالية وأسواق المال أنه عندما تصل إليهم رسالة من أحد شيوخنا من أمثال فاما ومدكليانى وميلر ، فإن عليهم أن يعطوها قدرها من الاحترام والعناية والاهتمام .

فرض الصيغة متوسطة القوة :

تقضى صيغة فرض السوق متوسطة القوة The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات

السابقة فى أسعار تلك الأسهم ، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور Publicly Available Information أو التنبؤات التى تقوم على تلك المعلومات (Franks et al, 1985, P. 316) . سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشئون الدولية ، أو الظروف الاقتصادية فى الدولة ، أو ظروف الصناعة أو المنشأة . بما فى ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التى تتاح للجمهور .

وفى ظل الفرض متوسط القوة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات . حقاً قد لا تكون الاستجابة صحيحة فى بداية الأمر ، نظراً لأنها عادة ما تكون إستجابة مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات ، غير أنه بمضى وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائى للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه عند تناول الكفاءة الاقتصادية والذى صورة شكل ١٤ ــ ١ .

وفى ظل استجابة من هذا النوع ، لا يمكن لأى مستثمر حتى لو قام بالتحليل الأساسى ــ الذى عرضت له الفصول من الثامن حتى الحادى عشر ــ أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل (Fischer & Randall, 1987, P. 542) لماذا ؟ لكى يتمكن المستثمر من تحقيق أرباحاً غير عادية ينبغى عليه أن يدرك من البداية ــ أى منذ وصول المعلومات ــ الاستجابة الصحيحة للأسعار ، أى أن يدرك القيمة الحقيقية التى ينبغى أن يكون عليها سعر السهم فى ظل هذه المعلومات . فحينئذ وحينئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية ، التى تتمثل فى الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات وبين قيمته الحقيقية فى ظل المعلومات الجديدة ، وهو ما يعادل ثلاثة جنيهات للسهم الواحد فى شكل ١٤ ــ ١ أ (٣٣ جنيه ــ ٣٠ جنيه) . ولكن أما وأن ردود فعل المستثمر للمعلومات الجديدة قد يكون مغال فيها (المنحنى ذات النقط فى شكل ١٤ ــ ١ أ) فإن تعرضه للخسائر يكون أمراً محتملاً .

وحتى إذا كان رد فعله أقل مما ينبغى (الخط المتقطع فى شكل ١٤ ــ ١ أ) فإن ما قد يحققه من أرباح سيكون محدوداً ، إذ يتمثل فى الفرق بين

المستوى الذى وصل إليه السعر بمقتضى رد الفعل الأولى وبين القيمة الحقيقية للسهم . فلو أن رد فعله الأولى للمعلومات ترتب عليه شراء السهم بقيمة قدرها ٣٢ جنيه فإن أرباحه الاضافية سوف تتمثل فى جنيه واحد للسهم ، وذلك قبل خصم عمولة السمسرة وباقى عناصر تكلفة المعاملات . بل والأكثر من ذلك أن الوقت المتاح لتحليل البيانات والوصول إلى نتائج نهائية قد لا يكون كافياً ، بمعنى أنه قد ترد إلى السوق معلومات أخرى جديدة من شأنها أن تحدث تغييراً على سعر السهم ، قبل أو على أحسن تقدير مع لحظة حصول المستثمر على النتائج النهائية للمعلومات التى وصلت إلى السوق من قبل .

باختصار فإنه فى ظل الفرض متوسط القوة لا ينبغى على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لاجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة ، فذلك المال المنفق وهذا المجهود المبذول لا طائل من ورائه ولن يحقق من ورائه عائد إضافى ، وحتى إذا ما تحقق هذا العائد فقد لا يكون كافياً لتغطية ما تكبده من تكاليف اضافية .

وقد اختبرت صيغة الفرض متوسط القوة بوسائل غير مباشرة ، تمثلت فى قياس استجابة الأسعار للاعلان عن الأرباح والتوزيعات (e.g. Basu, 1977; Jones et al, 1985; Patell & Wolfson, 1984) وإشتقاق الأسهم (e.g. Hausman et al, 1987) والاصدارات الجديدة (e.g. Ibbostson, 1975; Kraus & Stall, 1972, March, 1981) وحجم التعامل على الأسهم (e.g. Scholes, 1972; Hasbrouck, 1991) أو الاعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض بنود القوائم المالية (e.g. Archibald, 1972; Kaplan & Roll, 1972; Sunder, 1975) وما شابه ذلك . أما نتائج الدراسات فى هذا الشأن فكانت دائماً محل اختلاف .

فمثلاً بالنسبة للاعلان عن الأرباح أو التوزيعات أو الاشتقاق كشفت بعض الدراسات عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التى يتضمنها الاعلان ، بما لا يتيح فرصة لأى مستثمر أن يحقق عائداً متميزاً على حساب آخرين (e.g. Ang et al, 1979; Hausman et al, 1971; Bidwell & Kolb, 1980; Reilly & Drzy Cimski, 1981; Brauer, 1984; Smirlock & Yawitz, 1985) وهو ما يعد تأييداً لفرض السوق متوسط القوة .

وفى شأن الأسهم التى تطرح لأول مرة يعترف ميلر وريلى (Miller & Reilly, 1987) بأن سعر السهم الذى يطرح لأول مرة للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية ، إلا أنهما قد كشفا عن أن القيمة السوقية للسهم لا تلبث أن ترتفع لتصل إلى القيمة الحقيقية ـــ التى تعكس المعلومات المتاحة ـــ وذلك بعد نفاذ الاصدار ربما بيوم واحد ، وذلك عندما تتداول تلك الأسهم بين المستثمرين بعضهم البعض . كما كشفت دراسة بيرس وروولى (Pearce & Roley, 1985) عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفى نفس اليوم (P. 66) للمعلومات الجديدة عن الشئون الاقتصادية التى تصل إلى المتعاملين فى السوق ، وهو ما يعد تأكيداً لصيغة فرض السوق متوسط القوة . ليس هذا فقط بل أنه اتضح أن أسعار الأسهم لا تستجيب للاعلان عن معلومات اقتصادية متوقعة ، وهو ما يعد تأييداً آخر للفرض المذكور . ذلك أن المعلومات المعلن عنها قد انعكست بالفعل على الأسعار ، وذلك عندما كانت تلك المعلومات فى عداد الأمور المتوقع الاعلان عنها .

ومن ناحية أخرى هناك دراسات كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ، وأن هناك فاصل زمنى يعطى فرصة لاجراء تحليل لتلك المعلومات ، بما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا السبق ويجنون أرباحاً متميزة ولو إلى حد ما (e.g. Charest, 1978; Peterson, 1987; Woodruff & Senchack, 1988; Jayaraman & Shostri, 1988; Venkatesh, 1989) . بل وأكثر من ذلك أن دراسة ستيكل (Stickel, 1991) قد كشفت عن أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ، بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من معلومات . ويبدو هذا بوضوح فى حالة أسهم المنشآت صغيرة الحجم (Ho & Michaely, 1988; Chang & Pinegar, 1989, P. 73) ـــ التى سبقت الاشارة إليها ـــ بما يعنى أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحاً غير عادية على حساب آخرين .

كذلك تؤكد دراسات عديدة على أن أسعار الأسهم تستجيب لمعلومات ليس لها علاقة من قريب أو من بعيد بأداء المنشأة المصدرة للسهم . مثال ذلك تأثر الأسعار بالمعلومات عن تعديل فى المعالجة المحاسبية لبعض بنود القوائم المالية

(e.g. Roll, 1972; Sunder, 1975) ، أو عن احتمال اندماج المنشأة (Dann et al, 1991; Hertzel & Jain, 1991; Jennings & Mazzeo, 1991; Arshadi & Eyssell, 1991, P. 37; Delong et al, 1991; Zarowin, 1990; Limmack, 1991) ، أو بدخول السهم ضمن عينه أحد مؤشرات السوق (Dhillon & Johnson, 1991) أو بالمعلومات عن حجم الصفقات التى أبرمت على السهم وهو ما يعتبر بمثابة تأييد للفكر الذى يقوم عليه التحليل الفنى ورفض لصيغة الفرض متوسط القوة (Woodrnff & Senchack, 1988; Hasbrouck 1991; Schwartz, 1991; Ajinkya et al, 1991) .

كذلك فإن كون الاصدارات الاضافية من أسهم المنشآت المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة Secondary offerings (Loder et al, 1991; Dierkens, 1991) أو اصدارات الأسهم للمنشآت التى تحولت لأول مرة للطرح العام (IPO) Initial Public Offerings تباع بسعر أقل من القيمة الحقيقية للسهم (Barry et al, 1991; Johnson & Miller, 1988, Miller & Reilly, 1987; Allen & Foulhaber, 1989) تعد أيضاً بمثابة رفض لصيغة الفرض المتوسط القوة .

صيغة الفرض القوى :

تقضى الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق The Strong Form Efficient Market Hypothesis بأن المعلومات التى يعكسها سعر السهم فى السوق هى جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة ، أى المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور Public Information إضافة إلى تلك المعلومات التى قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل ادارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها Insiders ، وتلك التى يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين . باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته Everything that is Knowable . وفى ظل هذه الظروف يستحيل على أى مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين ،

حتى لو استعان بخبره أفضل مستشارى الاستثمار فى السوق ، وحتى لو كان هو رئيس مجلس ادارة المنشأة المصدرة للسهم .

ولقد اختبرت صيغة الفرض القوى بطريقة غير مباشرة ، من خلال قياس العائد الذى تحققه فئات معينة من المستثمرين ، يفترض أن لها وسائلها الخاصة فى الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم : المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ، والمتخصصين فى تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق ، إضافة إلى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية فى أسهم المنشآت التى يعملون فيها . وبالنسبة للمؤسسات المتخصصة فى الاستثمار كشفت دراسة بلم وكروكت (Blume & Crockett, 1970) وجينسن (Jensen, 1968) وكمباى وقلن (Cumby & Glen, 1990) عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد ، يفوق ذلك الذى يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع استراتيجية اشترى واحتفظ ، التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث عشر .

وفى دراسة شوقى (Shawky, 1982) وفيت وتشنى (Viet & Cheney, 1982) اتضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم فى المستقبل ، وهو ما يحمل فى طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية . بل ويضيف جانك (Jahnke, 1991, P. 6) أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات ــ إضافة إلى المنشآت المتخصصة فى التحليل ــ لا تعطى إهتماماً كافياً للتحليل الكمى للعائد والمخاطر ، وهو ما يعنى ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز .

أما بالنسبة للمنشآت المتخصصة فى التحليل والتى يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق السبق فى امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها ، فإن الدراسات قد كشفت أيضاً عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة (Diefenback, 1972; Dimson & March, 1984; French, 1989, P. 221; Keane, 1991, P. 33) بل وأن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا

تتسم بالدقة فى كثير من الأحيان (De Bondt & Thaler, 1990; De Bondt, 1991) ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل فى تقدير القيمة الحقيقية للسهم (Treynor, 1987, P. 51) .

ومع هذا فإن قدرة تلك المنشآت على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحاً غير عادية قد يعتبره البعض بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوى . هذا إضافة إلى الدراسات التى سبق ذكرها فى الفصل الرابع والفصل الثالث عشر ، والتى تكشف عن أن المعلومات المتاحة لصناع السوق (التجار والمتخصصين) بشأن الأوراق المالية ، عادة ما تكون أقل مما هو متاح لادارة المنشأة المصدرة لتلك الأوراق Information Asymmetry ، مما يعنى عدم قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين[٣] .

وأخيراً فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذى يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار فى الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت التى يعملون بها ، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققوا بالفعل أرباحاً غير عادية (E.g. Seyun, 1988; Born, 1988; Rozeff & Zaman, 1988) . غير أن دراسة حديثة (Arshadi & Eyssell, 1991) كشفت عن حقائق جديدة صحبت التعديل الذى أجرى على قانون عقوبة كبار العاملين الذى يستغلون لصالحهم المعلومات المتاحة عن المنشأة التى يعملون بها (Insider Trading Sancation Act (ITSA والذى صدر فى عام ١٩٨٤ ، وأعطى لجنة الأوراق المالية والبورصة فى الولايات المتحدة الحق فى رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التى يحققها العاملين من وراء تلك الصفقات ، اضافة إلى حقها فى فرض غرامة تصل إلى ثلاث أضعاف تلك الأرباح (P. 31) .

ولقد تركزت تلك الدراسة على تصرفات كبار العاملين قبيل قيام طرف ثانى بالسعى إلى السيطرة على الشركة Takeover من خلال قيامه بتقديم عطاء

(٣) العديد من صناع السوق لديهم أجهزة تضطلع بمهام تجميع وتحليل المعلومات عن الأوراق المالية ، بما يساعدهم فى اتخاذ قرارات الشراء والبيع لتلك الأوراق .

لشراء أسهمها Tender Offer . حيث اتضح تغير جذرى فى تصرفات العاملين المسجلين Registered Insiders بعد صدور التعديل مقارنة بتصرفاتهم قبله . ويقصد بالعاملين المسجلين رئيس وأعضاء مجلس الادارة ، والمديرين ، وكبار الملاك (Arshadi & Eyssell, 1991, P. 30) . فقبل صدور القانون وجدت أدلة على سعى هؤلاء العاملين ـــ إستغلالاً للمعلومات المتاحة لديهم عن رغبة طرف آخر فى امتلاك المنشأة ـــ إلى زيادة مشترواتهم من أسهمها ، للاستفادة من الارتفاع المحتمل فى سعر السهم وذلك عندما يعلن ذلك الطرف عن رغبته رسمياً .

أما بعد صدور التعديل فلم يظهر أى استغلال من قبل هؤلاء العاملين لاغتنام الفرصة المتاحة . ومع هذا ينبغى أن يتنبه القارىء إلى أن الدراسة قد أجريت على العاملين المسجلين Registered Insider الذين هم محط أنظار اللجنة ، دون أن تمتد لغيرهم مثل بنوك الاستثمار والمحاسبين والمستشارين القانونيين للمنشأة . كما أنها أجريت على نوع معين من المعاملات هى تلك التى تبرم قبل إعلان الرغبة فى السيطرة على المنشأة ، دون أن تمتد إلى المعاملات التى تبرم قبيل أحداث أخرى (Arshadi & Eyssell, 1991, P. 38) .

وهكذا يبدو أن الدراسات الميدانية قد كشفت عن صعوبة الجزم بأن السوق كفء على مستوى الفرض القوى أو مستوى الفرض متوسط القوة ، حتى فى ظل المفهوم الاقتصادى للكفاءة . مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل فى طياتها تحدياً للممتهنين حرفة التحليل الأساسى للأوراق المالية Security Analysis وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم ونقصد بهم القائمين على شئون محفظة مؤسسة مالية متخصصة فى الاستثمار Portfolio Managers . فأمام هؤلاء فرصة مواتية للبحث عن استراتيجيات للاستثمار يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية ، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التى تحول دون ذلك . وفى هذا الصدد يقترح امبتشير (Ambachtsheer, 1977) ضرورة أن يكون الأساس فى استراتيجيات هؤلاء هى البحث عن الأسهم التى فشل السوق فى تسعيرها عند قيمتها الحقيقية ، أى تلك الأسهم التى يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغى Undervalued or Underpriced .

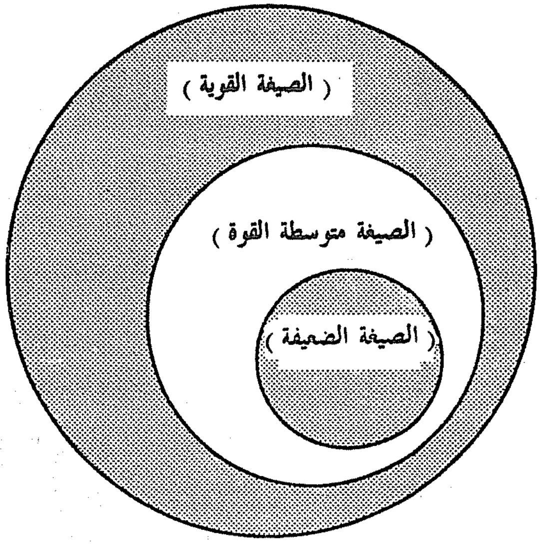
ورغم هذا التحدى فإن الواقع يؤكد على أن المستثمرين المحترفين غير قادرين على المواجهة (French, 1989, P. 222) . حقاً لقد نجح الكثير منهم فى التنبؤ بالأسهم التى يتوقع أن يؤدى الاستثمار فيها إلى تحقيق أرباح غير عادية ، إلا أنهم فشلوا فى وضع نتائج ذلك التنبؤ فى استراتيجيات تحقق الهدف المنشود (Ambachtsheer, 1977) .

هذا عن التحليل الأساسى والمستثمرين المؤيدين للفكر الذى يقوم عليه هذا التحليل . أما عن التحليل الفنى وأنصاره فإنه لا سبيل أمامهم لتحقيق أرباح غير عادية . ذلك أنه إذا كانت صيغة الفرض القوى وصيغة الفرض متوسط القوة محل خلاف ، فإن صيغة الفرض الضعيف تحظى بتأييد قوى ، مما يعنى عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل أسعار الأوراق المالية فى فترات ماضية ، وهو ما يؤكده الواقع . فكما سبقت الاشارة فى الفصل الثانى عشر ، لا يوجد دليل على قدرة الفنيين على تحقيق عائد يفوق ذلك الذى يحققه مستثمرين آخرين يتبعون استراتيجية اشترى واحتفظ التى لا تتطلب القيام بأى نوع من التحليل ، والتى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث عشر . وأخيراً يصور شكل ١٤ ــ ٢ الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق . فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوماً ضيقاً للكفاءة ، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها ، هذا بينما تقع صيغة الفرض متوسط القوة بين الاثنين .

كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار :

خلص القسم الرابع إلى أن صيغة الفرض الضعيف لكفاءة السوق تحظى بتأييد قوى ، وحتى صيغة الفرض متوسط القوة وصيغة الفرض القوى فلا يلقيان رفضاً تاماً كما سبقت الاشارة . باختصار أن أسعار الأسهم فى السوق تعكس المعلومات الجديدة التى ترد إليه ، وان الخلاف ينحصر فى ماهية تلك المعلومات ، ومدى السرعة فى استجابة الأسعار لها . ولعل هذه هى نقطة البداية فى الربط بين مفهوم كفاءة السوق وبين مفهوم الحركة العشوائية لأسعار الأسهم . فعلى عكس ما قد يعتقده القارىء ــ لأول وهلة ــ فإن هناك علاقة وثيقة بين المفهومين فالسوق الكفء هو الذى تتحرك فيه الأسعار عشوائياً . على أن ما تجدر الاشارة إليه ، أن ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار

شكل ١٤ ـــ ٢
المعلومات التى تقوم
عليها الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق



قد سبقت بزمن طويل جهود الباحثين التى كشفت عن كفاءة السوق . هذا وقبل أن نكشف عن أبعاد العلاقة بين المفهومين سوف نعرض لسرد تاريخى مختصر لاكتشاف تلك الظاهرة .

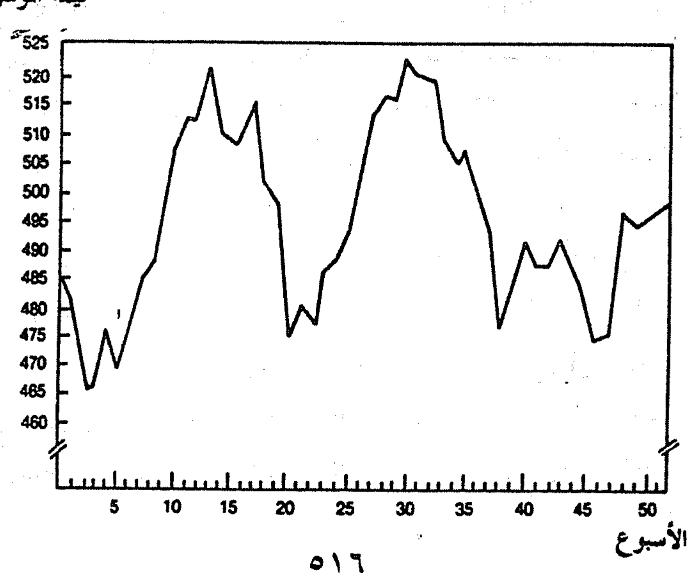
ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار :

يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار فى عام ١٩٠٠ إلى باحث فرنسى يدعى لويس باشيليه Louis Bachelier فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار فى سوق السلع Commodities Market عن أنها تفتقد وجود أى ترابط بينها ، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار . وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة فى تلك السوق هى لعبة عادلة Fair Game حيث لا يمكن للبائع أو المشترى أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره . بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلة فى سوق السلع ، تعد فى حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذى سوف يسود فى السوق الحاضرة فى التاريخ المحدد لتنفيذ العقد The Current Price of a Commodity is an Unbiased Estimate of its Future Price وهذا يعنى بمفهوم كفاءة السوق أن

الأسعار الحالية تعكس الظروف التى يتوقع أن تسود فى التاريخ المحدد للتنفيذ (Lorie et al, 1985, PP. 56-57) والتى على ضوئها تتحدد الأسعار فى ذلك التاريخ . أو بعبارة أخرى أن الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق فى التاريخ المحدد لتنفيذ العقد .

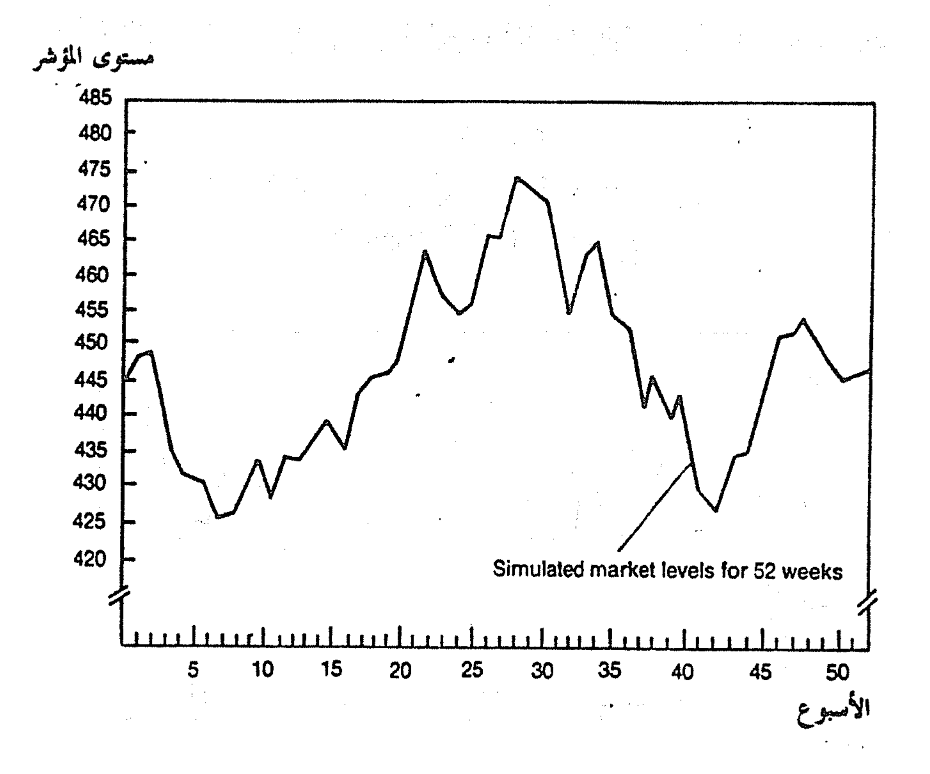
وقد تطابقت نتائج ملاحظة باشيليه مع نتائج دراسة كارل بيرسون Karl Pearson عن الحركة العشوائية فى مجال الاحصاء ، نشرت فى عام ١٩٠٥ . ففى تلك الدراسة وصف بيرسون الحركة العشوائية بالشخص المخمور إذا تركته فى مكان ما ثم رغبت فى العثور عليه ، فعليك أن تذهب إليه فى البقعة الذى تركته فيها . فتلك البقعة هى التقدير الغير متحيز للمكان الذى يمكن أن تجده فيه فى أى لحظة فى المستقبل . ذلك أن المخمور عادة ما يسير على غير هدى مرة هنا ومرة هناك ، فهو يدور حول نفسه فى حركة عشوائية . وبلغة النتائج التى توصل إليها باشيليه إذا تعاقدت على صفقة بسعر معين فى سوق العقود المستقبلة ، ثم أردت أن تخمن السعر الذى ستكون عليه السلعة محل الصفقة فى تاريخ تنفيذ العقد ، فإن التخمين غير المتحيز يكون هو ذلك السعر الذى سبق أن أبرمت به الصفقة (Lorie et al, 1985, P. 57) .

شكل ١٤ ــ ٣
خريطة فعلية لقيمة مؤشر دو جونز
لمتوسط الصناعة فى ٥٢ أسبوع



وفى الثلاثينات أجريت دراستين شهريتين (Working, 1934; Cowles & Jones, 1937) عن حركة أسعار الأسهم تبعتها دراسة أخرى فى أوائل الخمسينات (Kendall, 1953) . إلا أن دراسة روبرتس ودراسة أسبورن يعتبران البداية الحقيقية لدراسة تلك الظاهرة . فقد قام روبرتس (Roberts, 1959) بتصوير بيانى لمستويات الأسعار الفعلية فى السوق خلال ٥٢ أسبوع وفقاً لمؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة ، وهو ما يوضحه شكل ١٤ — ٣ . كما قام كذلك ببناء سلسلة مصطنعة وذلك باستخدام جدول الأرقام العشوائية لاختيار سلسلة عشوائية من مستويات متاحة لأسعار مؤشر دو جونز ، ثم قام بتصويرها فى شكل بيانى ظهر على الصورة الموضحة فى شكل ١٤ — ٤ .

شكل ١٤ — ٤
خريطة مصطنعة لقيمة مؤشر دو جونز
لمتوسط الصناعة فى ٥٢ أسبوع

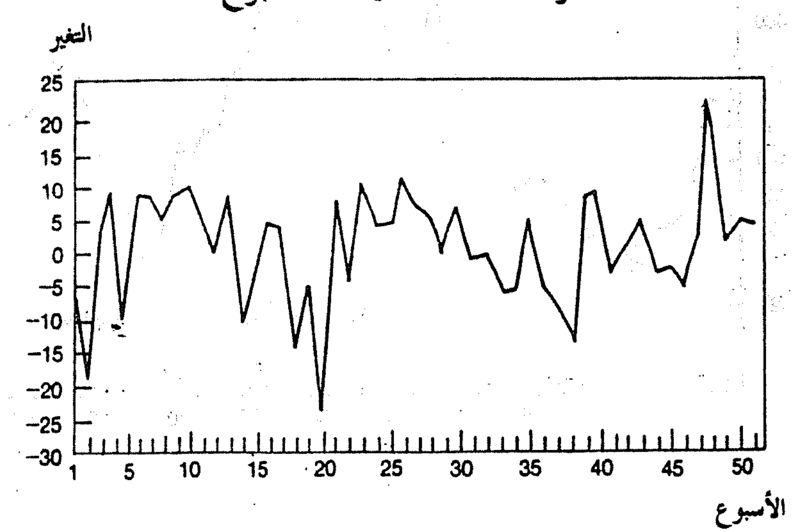


ليس هذا فقط بل قد قام أيضاً بمقارنة التغير الفعلى فى قيم المؤشر خلال ٥٢ أسبوع والذى يصوره شكل ١٤ ــ ٥ ، مع تغير مصطنع فى قيم للمؤشر مختارة عشوائياً وهو ما يصوره شكل ١٤ ــ ٦ . وكما يبدو فإن الأشكال الفعلية والمصطنعة تبدو متماثلة إلى حد كبير . ليس هذا فقط بل وأن نمط الرأس والكتفين الذى يدعيه الفنيين ــ والمشار إليه فى الفصل الثانى عشر ــ أكثر وضوحاً فى الشكل المصطنع (١٤ ــ ٤) عنه فى الشكل الفعلى (١٤ ــ ٣) ، مما يعنى امكانية الادعاء بأن الحركة الفعلية لأسعار الأسهم هى حقاً حركة عشوائية .

أما أسبورن (Osborne, 1959) الذى لم يكن له اهتمامات بالمرة بأسواق رأس المال ، فقد حاول تطبيق قانون حركة الأشياء الصغيرة الذائبة التى يطلق عليها حركة برونيان Brownian Motion على التغيرات التى تطرأ على أسعار الأسهم . وقد أسفرت النتائج عن تطابق واضح بين حركة أسعار الأسهم وبين حركة تلك الأشياء ، والتى هى بالطبع حركة عشوائية . وبالتحديد فقد وجد

شكل ١٤ ــ ٥

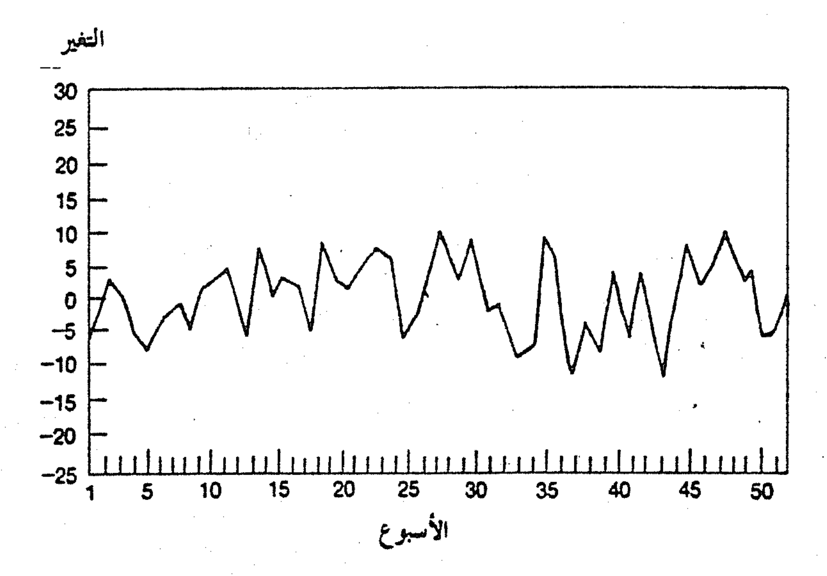
خريطة فعلية للتغير فى قيمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة فى ٥٢ أسبوع



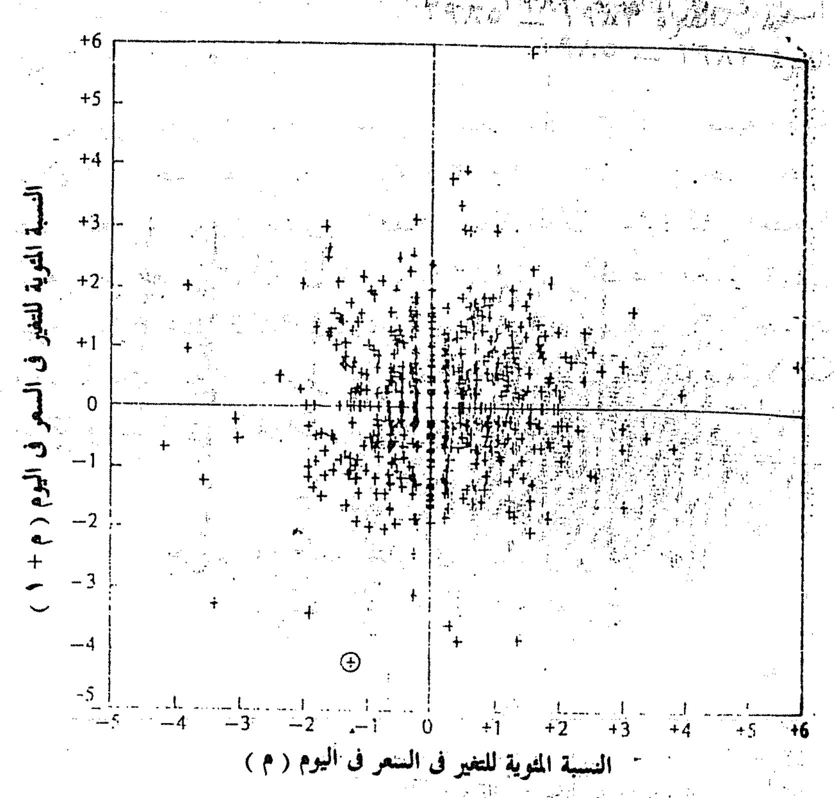
أن التباين فى التغيرات السعرية عبر فترات زمنية متزايدة فى الطول يزداد بمعدل مربع طول الفترة الزمنية . وهذا يعنى بمفهوم القانون المذكور أن لوغاريتم التغيرات فى الأسعار مستقلة عن بعضها البعض ، وفى ظل هذا الاستقلال أى عدم الترابط بين الأسعار عبر الزمن ، يمكن الادعاء بأن حركة الأسعار بحق هى حركة عشوائية .

ويصور شكل ١٤ ــ ٧ التغير فى أسعار سهم شركة الأغذية العامة فى الولايات المتحدة خلال ثلاثة أعوام (١٩٨٣ ــ ١٩٨٥) حيث تمثل كل نقطة التغير فى يومين متتاليين . فمثلاً النقطة المحاطة بدائرة تمثل انخفاضاً فى السعر بلغ معدله ١,٣٪ فى ١٢ يناير ١٩٨٣ ، وانخفاضاً معدله ٤,٢٪ فى اليوم التالى (Brealey & Myers, 1987, P. 284) وبالطبع لا توجد علاقة واضحة بين السعرين . ليس هذا فقط بل أن الشكل بصفة عامة لا يعكس علاقة واضحة بين التغيرات التى طرأت على سعر ذلك السهم .

شكل ١٤ ــ ٦
خريطة مصطنعة للتغير فى قيمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة فى ٥٢ أسبوع



شكل ١٤ ــ ٧
التغير فى أسعار شركة الأغذية العامة
خلال الفترة ١٩٨٣ ــ ١٩٨٥



العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق :

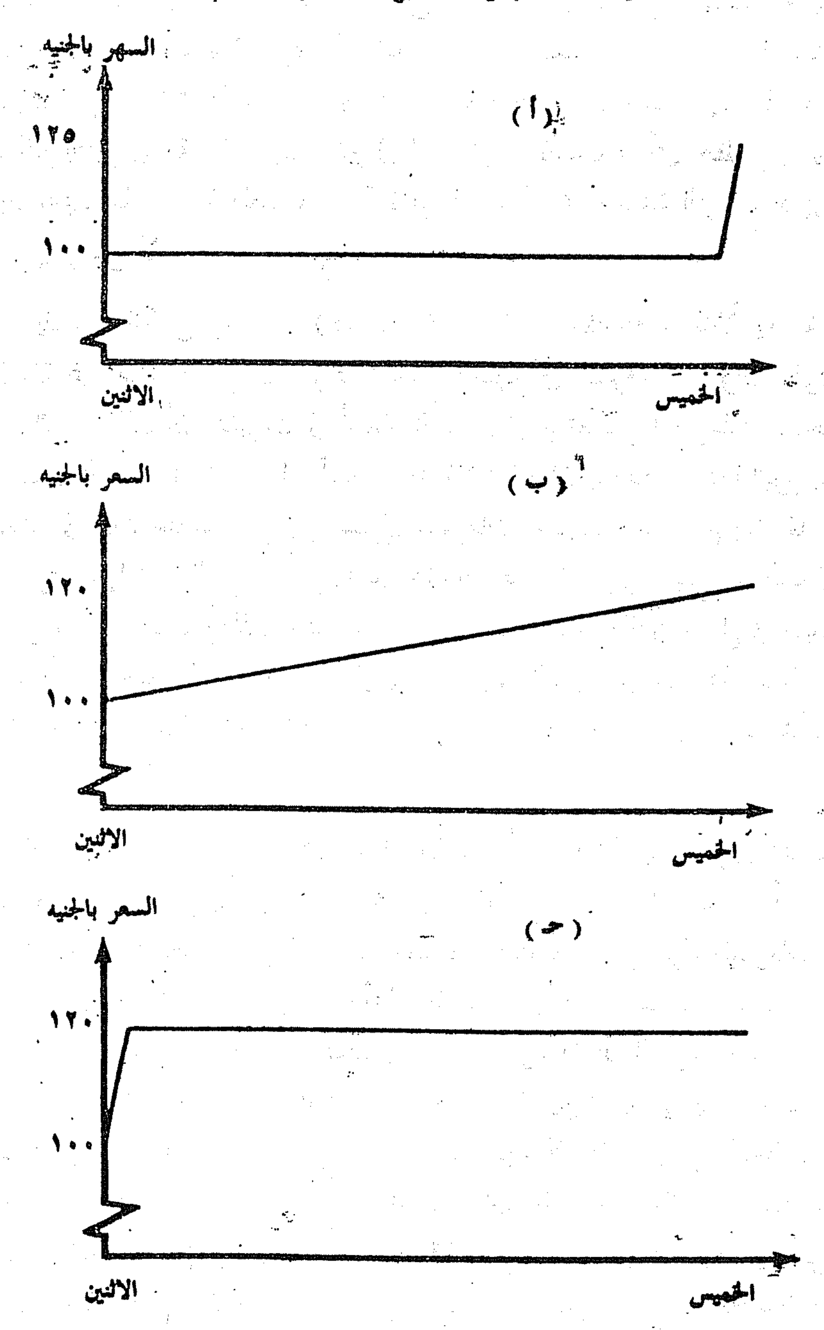
خلص القسم الثانى إلى أن الفرض الأساسى الذى يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم ، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين ــ كل منهم فى استقلال عن الآخرين ــ لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن ، وبما يؤدى فى النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات . غير أنه لما كانت المعلومات ترد فى أى وقت وفى نمط عشوائى أو غير منتظم ، وأن الأخبار التى تنطوى عليها قد تكون سارة أو غير سارة ، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار فى السوق . فالحركة المتوقعة فى ظل هذا المناخ لابد أن تكون عشوائية (Samuelson. 1965; Mondelbort, 1966) .

ويقدم بريلى ومايرز (Brealy & Myers, 1988, P. 286) حواراً منطقياً لحركة الأسعار فى السوق الكفء . ففى ذلك السوق تعكس الأسعار الحالية المعلومات المتاحة ، ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات جديدة . ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً ، فإن التغير فى الأسعار قد يحدث فى أى لحظة وفى أى إتجاه اعتماد على طبيعة المعلومة (سارة أو غير سارة) الجديدة التى سترد إلى السوق والتى لا يعلم أحد عنها شيئاً .

ويقدم فرانكس وزملاؤه (Franks et al, 1985, P. 315) مثالاً يكشف بطريقة غير مباشرة عن أن حركة أسعار الأسهم فى السوق لابد وأن تكون عشوائية . ذلك أن التغيرات فى أسعار الأسهم اليوم تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم فى الغد . أما أسعار الغد فلا يمكن أن يتحدد اتجاهها اليوم بل يتحدد فى الغد عندما تصل إلى السوق معلومات جديدة (عن يوم بعد غد) لا ندرى عنها شيئاً اليوم . ويقوم المثال على افتراض أن سهم ما يباع فى السوق بسعر ١٠٠ جنيه ، وذلك عندما وصلت معلومات يوم الاثنين تحمل فى طياته أن السعر سيصل إلى ١٢٠ جنيه فى يوم الخميس التالى . فى ظل هذه المعلومة يمكن افتراض ثلاثة أنماط للتغير فى سعر السهم ، وهو ما يوضحه شكل ١٤ — ٨ .

ففى الشكل أ تغير السعر فى اللحظة الأخيرة أى يوم الخميس ، وفى الشكل ب تغير السعر تدريجياً ليصل إلى المستوى المتوقع فى يوم الخميس . أما فى الشكل حـ فقد تغير السعر فى ذات لحظة Instantaneous وصول المعلومات . ولعل القارىء قد حسم الموقف وأعلن تأييده لما يعكسه الشكل حـ باعتباره يتمشى مع المنطق . ذلك أن الشكلين أ ، ب يفترضان أن السواد الأعظم من المتعاملين فى السوق هم من الأغبياء والمغفلين ، الذين يمكن أن يقعوا بسهولة ضحية فى أيدى المضاربين الذين يكرسون أنفسهم لاغتنام الفرص المتاحة . إذ يمكن لهؤلاء المضاربين شراء الأسهم بالأسعار الجارية فى يوم الاثنين (وهو يوم وصول المعلومات) أو فى أى يوم آخر قبل يوم الخميس يستطيعون فيه شراء تلك الأسهم ، ثم ينتظرون ليبيعونها يوم الخميس بالسعر المرتفع ، ويحققون من

شكل ١٤ ــ ٨
ثلاثة أنماط بديلة للتغير فى سعر السهم



وراء ذلك أرباحاً غير عادية . مثل هذا الموقف لا يمكن أن يتحقق . فحتى فى ظل افتراض غباء المستثمرين ، فإن المنافسة بين المضاربين لشراء تلك الأسهم ، يتوقع أن تكون من القوة بحيث تؤدى إلى ارتفاع الأسعار إلى المستوى المتوقع (١٢٠ جنيه للسهم) ، وذلك بعد بضع دقائق من ورود المعلومات الجديدة .

وكما هو واضح فإن الشكلين أ ، ب اللذان لا يؤيدهما الواقع ، هما اللذان يمكن فى ظلهما التنبؤ بحقيقة الأسعار فى المستقبل ، وبما يؤكد على أن حركة الأسعار غير عشوائية . أما الشكل حـ وهو الصيغة المنطقية لحركة أسعار الأسهم فيؤكد على أن حركة أسعار الأسهم لابد وأن تكون عشوائية . ففجأة وفى يوم الاثنين وصلت المعلومات ، فارتفعت الأسعار على الفور لتعكس ما ستكون عليه الأوضاع فى الغد (يوم الخميس) . أما أسعار الغد (يوم الخميس) فلا ندرى عنها اليوم شيئاً ، فقد ترتفع الأسعار أو تنخفض اعتماداً على المعلومات التى سترد إلينا فى الغد .

الخلاصـــة :

هناك مفهومين أساسيين لكفاءة السوق هما مفهوم الكفاءة الكاملة ومفهوم الكفاءة الاقتصادية . ومن المتفق عليه أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه ، أما الكفاءة الاقتصادية فممكنة التحقيق ، إذ تقتضى فرضاً منطقياً واحداً وهو أن السواد الأعظم من المتعاملين فى السوق يسعون إلى تعظيم ثرواتهم . هذا وفى ظل السوق الكفء يتوقع أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد المتاحة ، غير أن هذا يقتضى توافر مطلبين أساسيين هما : كفاءة فى التسعير وكفاءة فى التشغيل .

هذا ولكفاءة السوق ثلاث صيغ رئيسية هى : صيغة الفرض الضعيف ، وصيغة الفرض متوسط القوة ، وصيغة الفرض القوى . وتحظى صيغة الفرض الضعيف بتأييد يكاد يكون إجماعياً ، أما صيغة الفرض متوسط القوة وصيغة الفرض القوى فتحيط بهما ظلال من الشك . وبصرف النظر عن الصيغة التى عليها كفاءة السوق ، فإنه من المتفق عليه أن حركة أسعار الأسهم فى السوق هى حركة عشوائية ، وذلك طالما أن المعلومات ترد إلى السوق فى نمط عشوائى وغير منتظم ، وأن المعلومة الواردة قد تكون سارة كما قد تكون خلافاً لذلك .

الفصل الخامس عشر
السيولة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم

عرض الفصل الرابع عشر لكفاءة السوق بإعتبارها الأداة الفعالة لتخصيص الموارد المتاحة ، بما يسهم فى تحقيق الرخاء الاقتصادى للدولة المعنية . وفى هذا الفصل نتناول السيولة وتأثيرها المحتمل على القيمة السوقية للسهم ، وذلك تمهيداً للفصل السادس عشر الذى يعرض لتأثير السيولة على كفاءة السوق . ويقصد بالسيولة سهولة التسويق أى امكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة ، وبسعر قريب جداً من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة ، على فرض عدم ورود معلومات جديدة . ومن المعتقد أن المتعاملين لا يمانعون — مع بقاء العوامل الأخرى على حالها — من شراء الورقة المالية بسعر مرتفع ، إذا اتسمت تلك الورقة بدرجة عالية من السيولة Liquid Asset . وعلى العكس من ذلك يتوقع أن لا يقدم هؤلاء المتعاملين على شراء الورقة ضعيفة السيولة Illiquid Asset إلا بسعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد ملائم ، يعوضهم عن التكاليف التى قد يتكبدونها عند محاولتهم التخلص من الورقة فى الوقت الذى يريدونه .

وإذا كانت لسيولة الورقة المالية أهميتها بالنسبة للمستثمر ، فإن لها أهميتها أيضاً بالنسبة للمنشأة المصدرة لتلك الورقة . فالورقة المالية المصدرة التى تباع بسعر مرتفع — بسبب ما تتسم به من سيولة — لها تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة . فطالما أن القيمة السوقية للمنشأة مساوية لعدد الأسهم المصدرة مضروبة فى القيمة السوقية للسهم — على فرض اعتماد المنشأة الكامل على حقوق الملكية فى التمويل — فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم يعنى فى حد ذاته ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة . كذلك فإن بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة لسيولتها يعنى زيادة حصيلة الاصدار ، مما يحمل فى طياته انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية ، وهذا هو التأثير غير المباشر للسيولة .

هذا وفى تناولنا للسيولة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم سوف نعرض

فى البداية إلى الكيفية التى يحدث بها هذا التأثير ، وهو ما سوف يخصص له القسم الأول . يتبعه القسم الثانى الذى يتناول كيفية قياس السيولة ، فالقسم الثالث الذى يكرس لتحديد سمات الورقة المالية سهلة التسويق . يأتى بعد ذلك القسم الرابع الذى يتناول الاستراتيجيات التى تتبعها المنشأة لتحسين سيولة أوراقها المالية ، فالقسم الخامس الذى يعنى بمساهمة أعضاء السوق فى توفير السيولة .

السيولة والقيمة السوقية للورقة المالية :

تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عنها ، مخصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر التى ينطوى عليه الاستثمار فيها[١] . ومن أكثر المداخل شيوعاً فى تحديد معدل الخصم هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM) أو بعبارة أخرى نموذج تسعير المخاطر التى ينطوى عليها الاستثمار فى الأصول الرأسمالية ، والذى عادة ما يشار إليه فى مؤلفات الادارة المالية (هندى ، ١٩٩١ ، ص ٤٣٩) .

غير أن ما يؤخذ على هذا النموذج أن المخاطر التى يتحدد على أساسها معدل الخصم هى المخاطر المنتظمة ، أى المخاطر ذات السمة العامة التى تتعرض لها كافة الأوراق المالية والتى تقاس بمعامل بيتا . أما المخاطر غير المنتظمة أى المخاطر التى ترتبط بورقة مالية ما ، ومن بينها مخاطر ضعف السيولة Illiquidity فلا يأخذها النموذج فى الحسبان ، وذلك على الرغم من أنها وان كانت نوع من المخاطر الخاصة ، إلا أن المستثمر لا يستطيع أن يتخلص منها بالتنويع (Amihud & Mendelson, 1986, P. 44 and 1988, P. 7; Bernstein, 1987, P. 60) . هذا فضلاً عن أن النموذج يتجاهل التفاوت المحتمل فى الفترة التى يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية (Amihud & Mendelson, 1986, P. 44, and 1987, P. 7-8) .

---

(١) الورقة المالية هى اصطلاح واسع يشتمل على الأسهم العادية والسندات أو غيرها من الأوراق المالية .

بل ولقد أثبت أميهود ومندلسون (P. 45) أنه لو أجرى تعديل على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بحيث يضاف إليه معامل للتعويض عن مخاطر السيولة التى تقاس بهامش الربح الذى يحققه صانع السوق ـــ كما سنشير فيما بعد ـــ لكان معدل الخصم المستخرج أكثر ملائمة لتقييم الأوراق المالية . وبالطبع فإن إضافة ذلك المعامل يعنى زيادة معدل الخصم المستخرج من النموذج ، وهو ما ينجم عنه انخفاض فى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الورقة أى إنخفاض فى قيمتها السوقية ، بما يعكس أثر مخاطر ضعف السيولة .

ويضيف اميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1986, P. 44) ضرورة الأخذ فى الحسبان أن العائد المطلوب للتعويض عن مخاطر صعوبة تسويق ورقة معينة يختلف من مستثمر إلى آخر باختلاف الفترة التى يخطط فيها للاحتفاظ بالورقة . لماذا ؟ لأن هامش الربح الذى يحصل عليه صانع السوق والذى يتمثل فى القيمة الاضافية التى يتكبدها مشترى الورقة (أو الخصم الذى يقدمه المستثمر الذى يبيعه اياها) يدفع مرة واحدة عند شراء الورقة (أو عند بيعها) . وعليه فإنه كلما طالت فترة الاحتفاظ بالورقة كلما انخفض نصيب الوحدة الزمنية من تلك التكاليف ، وانخفض معها العائد الذى يطلبه المستثمر للتعويض عن مخاطر ضعف السيولة . أو بعبارة أخرى كلما طالت فترة الاحتفاظ بالورقة ، كلما انخفض الجزء من العائد الذى يطلبه المستثمر للتعويض عن تكلفة السيولة وانخفض معه معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، بما يعنى فى النهاية إنخفاض تأثير ضعف السيولة على القيمة السوقية للورقة المالية .

هذا وعلى الرغم من أن المستثمرين دون تمييز يشعرون بالسعادة كلما انخفض هامش الربح الذى يحصل عليه صانع السوق ، إلا أن المتعاملين الذين يخططون لاستثمارات قصيرة الأجل لا يمانعون من دفع أسعار عالية لشراء الورقة المالية التى يتسم هامشها بالانخفاض ، بما يعنى أن سوقها يتميز بدرجة عالية من السيولة . وعلى العكس من ذلك فإن المستثمرين الذين يخططون للاحتفاظ بالورقة المالية لفترة طويلة ، فلا يمانعون فى شراء الورقة المالية التى يحصل صانع

السوق فى مقابلها على هامش كبير بسبب ضعف سيولتها ، وذلك طالما أن نصيب وحدة الزمن من تكلفة ضعف السيولة ـــ أى من الهامش الذى يحصل عليه صانع السوق ـــ سيكون صغيراً . وكما سبقت الاشارة فإن اقبال هؤلاء المستثمرين على دفع هامش كبير يصحبه ارتفاع فى معدل العائد الذى يطلبونه على الاستثمار فى مثل هذه الورقة ، مما يؤدى إلى انخفاض قيمتها السوقية (أى القيمة التى تُشترى بها) بقدر يعوضهم عن التكلفة المرتفعة للسيولة ، وذلك بالمقارنة مع ورقة مالية مماثلة يتسم سوقها بدرجة عالية من السيولة .

وفى دراسة ممتعة لاظهار أثر السيولة على القيمة السوقية للأسهم العادية قام سيلبر (Silber, 1991) بمقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة وأسهم أخرى مثيله لكنها غير مقيدة ، حيث اتضح أن المجموعة الأولى من الأسهم تباع بخصم بلغت نسبته فى المتوسط ٣٣,٧٥٪ من قيمة الورقة ، وهو يمثل تعويضاً عن عدم سيولة تلك الأسهم خلال الفترة المفروض عليها القيد . وهو ما يعد تأكيد لنتائج دراسات أخرى سابقة (Solberg, 1979; U.S. Securities & Exchange Commission, 1971) . هذا ويقصد بالأسهم المقيدة Restricted Stocks تلك الأسهم التى لا تسجل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، والتى تلتزم المنشأة المصدر لها ببيعها لمستثمرين مشهود لهم بالخبرة والدراية بشئون المال والأعمال Sophisticated Investors أى الذين لا يحتاجون لحماية القانون ، والتى يلتزم أيضاً مشتريها بعدم بيعها إلا بعد عامين من شرائها (Silber, 1991, P. 60) .

وفى دراسة أخرى يشير أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 5) إلى أن تأثير تكلفة السيولة على القيمة السوقية للورقة المالية يفوق نسبة تلك التكلفة بكثير . فلو أن سهماً ما قيمته جنيه واحد ، وان تكلفة انهاء الصفقة على ذلك السهم (يمثل هامش الربح الذى يحصل عليه صانع السوق الجانب الأكبر من تلك التكاليف) أى تكلفة المعاملات Transaction Costs ٤٪ من قيمته أى ٠,٠٤ جنيه ، وان متوسط فترة امتلاكه سنتين ، وأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار ٨٪ ، فان التكلفة الكلية للمعاملات Total Transaction Costs سوف تتحدد نسبتها بالمعادلة ١٥ ـــ ١ ، التى تمثل القيمة الحالية لتلك التكاليف لفترة ما لا نهاية ، وعلى أساس أن فترة الاحتفاظ بالسهم

هى سنتين ، ينتقل بعدها إلى مستثمر آخر يدفع تكلفة معاملات قدرها ٠٤, جنيه ، ويحتفظ به لمدة سنتين ليبيعه بعد ذلك لمستثمر آخر ... وهكذا .

$$\text{نسبة تكلفة المعاملات} = \text{ك} + \frac{\text{ك}}{(١ + \text{م})^{٢}} + \frac{\text{ك}}{(١ + \text{م})^{٤}} + \frac{\text{ك}}{(١ + \text{م})^{٦}} + \ldots + \frac{\text{ك}}{(١ + \text{م})^{\infty}} \qquad (١٥-١)$$

حيث ك تمثل قيمة تكلفة المعاملات فى كل مرة يجرى فيها تعامل على السهم ، م تمثل معدل الخصم أى معدل العائد المطلوب على الاستثمار .

وبتطبيق المعادلة ١٥ ــ ١ على المثال المشار إليه سوف يتضح أن التكلفة الكلية للمعاملات سوف تبلغ نسبتها ٢٨٪ .

$$\text{التكلفة الكلية للمعاملات} = ٠٤, + \frac{٠٤,}{(١ + ٠٨,)^{٢}} + \frac{٠٤,}{(١ + ٠٨,)^{٤}} + \frac{٠٤,}{(١ + ٠٨,)^{٦}} + \ldots\ldots$$

$$= ٢٨, = ٢٨\%$$

وتعنى هذه النسبة أن تكلفة معاملات (الجانب الأكبر منها يتمثل فى الهامش الذى يحصل عليه صانع السوق) نسبتها ٤٪ تدفع كل سنتين أى فى كل مرة يتعامل فيه على ذلك السهم ، تمثل تكلفة كلية للمعاملات نسبتها ٢٨٪ من قيمة السهم . بعبارة أخرى لو أننا فى عالم لا توجد فيه تكلفة للمعاملات فإن السهم الذى قيمته جنيه سوف يباع بقيمة صافية قدرها جنيه . أما إذا كنا فى عالم توجد فيه تكلفة للمعاملات على ذلك السهم بمعدل ٤٪ ، فإن القيمة التى يباع بها السهم سوف تنخفض بما يعادل ٢٨٪ أى يباع بقيمة قدرها ٧٢ قرشاً . أما لو كانت تكلفة المعاملات ٢٪ بدلاً من ٤٪ فلن تنخفض القيمة السوقية للورقة إلى ذلك الحد بل ستنخفض إلى حوالى ٨٥ قرش فقط ، تطبيقاً للمعادلة ١٥ ــ ١ .

وفى دراسة أخرى للمؤلفان (Amihud & Mendelson, 1986) توصلاً بطريقة مباشرة للتأثير الذى تحدثه تكلفة السيولة ذاتها على القيمة السوقية للسهم . ولعل القارىء قد أدرك بوضوح أن تكلفة السيولة هى الهامش الذى يحصل عليه صانع السوق ، على أساس أن ذلك الهامش هو الثمن الذى يدفعه المشترى (البائع) فى مقابل الخدمة الدائمة التى يقدمها له صانع السوق ، والتى تتمثل فى استعداده الدائم لأن يبيع له الورقة أو يشتريها منه فى أى وقت يشاء . وهذا ما سوف نعرض له بالتفصيل فى القسم الثانى .

قياس السيولة :

هناك عدد من الطرق لقياس سيولة سوق ورقة مالية معينة ، فى مقدمتها هامش الربح الذى يحققه صانع السوق ، ونسبة السيولة .

١ ـ هامش ربح صانع السوق :

كما سبقت الاشارة فى مواضع متعددة يقصد بهامش الربح الذى يحققه صانع السوق الفرق بين السعر الذى يشترى به الورقة والسعر الذى يبيعها به Bid-Ask Spread . وفى هذا الصدد يشير أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988) إلى أن تكلفة المعاملات التى يتكبدها المستثمر للتخلص من الورقة تعد مؤشراً لما تتمتع به من سيولة . ولما كان هامش الربح الذى يحققه صانع السوق يمثل الجانب الأكبر من تكلفة المعاملات ، فإنه يعد مقياساً ملائماً للسيولة[٢] ، فكلما زاد الهامش كلما كان ذلك مؤشراً على صعوبة تسويق الورقة أى صعوبة تحويلها إلى نقدية دون تكبد تكاليف كبيرة نسبياً .

وكما يبدو فإن الهامش يمثل تكلفة تنفيذ الأمر على وجه السرعة . فالمشترى ينبغى أن يدفع قيمة اضافية لحصوله على الورقة فوراً ودون انتظار ، والبائع ينبغى عليه أن يقدم خصماً على سعر الورقة حتى يمكنه بيعها بسرعة ودون انتظار . باختصار يمثل الهامش الثمن الذى يحصل عليه صانع السوق ليوفر للورقة المالية السيولة اللازمة . ويزداد الثمن كلما كان سوق الورقة يتميز بضعف السيولة .

(٢) لا توجد معلومات متاحة لتكلفة المعاملات لكل ورقة ، أما المعلومات عن الهامش فتنشر يومياً مع قائمة أسعار الأوراق المالية ، التى سبقت الإشارة إليها فى الفصلين الثانى ، والسادس .

ومما يؤكد على سلامة اعتبار الهامش مقياس للسيولة ، ما كشفت عنه دراسة أميهود ومندلسون من وجود علاقة عكسية بين سيولة الورقة المالية وهامش الربح أو المدى Spread الذى يحققه صانع السوق ، والذى يمثل العائد الذى يطلبه لتوفير السيولة للورقة المعنية . فكلما ارتفعت مخاطر تسويق Marketability الورقة المالية بسعر قريب من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة ، أى كلما انخفضت سيولتها ارتفع الهامش أى العائد الذى يطلبه صانع السوق لتعويضه عن تلك المخاطر وهو ما يترتب عليه انخفاض قيمتها السوقية .

وفى دراسة أخرى أشار إليها أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988) كشفت عن أن لهامش الربح علاقة عكسية مع العديد من سمات السيولة فى مقدمتها : حجم التعامل على الورقة ، وعدد حملة الأسهم ، وعدد صناع السوق الذين يتعاملون فى الورقة ، ومدى الاستقرار فى سعر الورقة . وكلها سمات تعكس عمق السوق واتساعه وقدرته على تحقيق قدر من الاستقرار فى سعر الورقة ، على النحو الذى سنعرض له تفصيلاً فى القسم الثالث من هذا الفصل .

بل ولقد أثبت أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 45) كما سبقت الاشارة أن معدل العائد الذى يطلبه المستثمر لا يتمثل فقط فى معامل بيتا لعائد الورقة المالية ، بل ينبغى أن يضاف إليه معامل مخاطر ضعف السيولة الذى يتمثل فى هامش ربح صانع السوق . فهنا وهنا فقط يمكن أن يكون المعدل أداة صالحة لتحديد القيمة السوقية للورقة المالية . وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المعامل (وهو ما يعنى انخفاض سيولة الورقة) ارتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفضت القيمة السوقية للورقة ، والعكس صحيح . وهذا ما جعل المؤلفان يعتقدان فى أن الهامش مقياس ملائم للسيولة ، على اعتبار أن مخاطر السيولة هى من المخاطر غير المنتظمة التى تتعرض لها الورقة المالية ولكن لا يمكن تجنبها بالتنويع .

ويعترض ستول (Stoll, 1985) على ذلك حيث يشير إلى أن هامش ربح صانع السوق من ورقة ما يمكن أن يكون مؤشراً للسيولة فى حالة واحدة ، هى عندما تتم صفقة الشراء والبيع فى نفس الوقت . فحينئذ يكون الهامش بمثابة

الثمن الذى يتقاضاه صانع السوق ليتيح سوق فورية للورقة ، يتمكن البائع والمشترى من خلالها تنفيذ الصفقة على وجه السرعة . أما إذا اختلف توقيت الشراء والبيع فإن الهامش قد يعكس مؤثرات أخرى من بينها التغيرات التى طرأت على سعر الورقة منذ شرائها حتى بيعها ، نتيجة لورود معلومات جديدة للمتعاملين فى السوق .

غير أن قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988, P. 628) يشيران إلى أنه حتى فى ظل هذه الظروف لا يمثل العائد مقابل لتوفير خدمة السيولة ، بقدر ما يمثل عائد مقابل تنفيذ الأوامر أى أمر الشراء أو أمر البيع . يضاف إلى ذلك أن الواقع يشير إلى أن صفقات الشراء والبيع لا تتم فى توقيت واحد ، بل تتم فى مواقيت مختلفة قد تتغير خلالها الأسعار ، مما يعنى أن الهامش قد يزيد أو ينقص عما كان يمكن أن يكون عليه لو تمت صفقة الشراء وصفقة البيع فى نفس الوقت . بعبارة أخرى لا يعكس الهامش ثمن إتاحة فرصة فورية لابرام الصفقات ، بل يعكس كذلك التباين فى الأسعار الذى حدث نتيجة وجود فجوة زمنية بين تاريخ الشراء وتاريخ البيع ، ومن ثم لا يعد مؤشراً للسيولة .

٢ ــ نسبة السيولة :

يقصد بنسبة السيولة Liquidity Ratio متوسط قيمة حجم الصفقات التى أبرمت على الورقة فى الأربع أسابيع الأخيرة ، إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق فى سعرها اليومى خلال نفس الفترة (Cooper et al, 1985, P. 23) . ويعنى ارتفاع قيمة النسبة أن الصفقات الضخمة لا ينجم عنها تغيراً كبيراً فى القيمة السوقية للورقة ، أما انخفاض النسبة فيعنى أن الصفقات الضخمة التى تجرى على ذلك السهم من شأنها أن تحدث تأثيراً كبيراً على قيمته السوقية .

ولاختبار سلامة هذه النسبة كمقياس للسيولة ، قام كوبر وزملائه بترتيب المنشآت التى تتداول أسهمها فى بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية والسوق غير المنظمة ، ثم تصنيفها فى عشر مجموعات حسب القيمة السوقية الكلية لتلك الأسهم (عدد الأسهم المصدرة × عددها) . وكان الفرض محل الاختبار هو أن أسهم المنشآت التى تتسم بضخامة قيمتها السوقية ، تكون قادرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على سعر السهم تغيراً كبيراً (وهو ما

تعبر عنه نسبة السيولة) وذلك بالمقارنة مع أسهم المنشآت التى تتسم بصغر القيمة السوقية لمجموعة أسهمها . وهو ما أثبتته الدراسة ، إذ اتضح وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية لمجموع أسهم المنشأة وبين نسبة السيولة . كما كشفت كذلك عن سيولة أفضل للأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك ــ التى تتميز المنشآت المسجلة فيها بالضخامة ــ مقارنة بتلك المتداولة فى البورصة الأمريكية .

وينتقد قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988, P. 630) نسبة السيولة ، على أساس أنها لا تخرج عن كونها علاقة تاريخية بين حجم الصفقة والتغير فى السعر ، أى لا تخرج عن كونها مقياس لمرونة الطلب على السهم . وذلك فى حين أنها تفشل فى الكشف عن التغير فى السعر الذى يحدث من جراء وصول مفاجىء لأمر تنفيذ صفقة كبيرة نسبياً . ليس هذا فقط بل أن التغير فى النسبة قد يعزى إلى تغير فى السعر نتيجة لورود معلومات جديدة ، وهو ما ليس له علاقة بالمرة بالتكلفة التى يتكبدها المستثمر فى مقابل السيولة التى يقدمها صانع السوق .

ويضيف برنستين (Bernstein, 1987, P. 58) أن صفقات كثيرة تبرم بين التجار وبعضهم البعض فى السوق غير المنظمة ، وهو ما يعنى أن الصفقة الواحدة قد تحسب مرتين فى هذا المقياس : مرة عند ابرامها بين التاجر وتاجر آخر ومرة أخرى عند ابرامها بين التاجر والعميل ، وذلك فى الوقت الذى لا توجد فيه طريقة يمكن بها التخلص من هذا العيب . والأخطر من ذلك ما أشار إليه برنستين (PP. 58-59) أيضاً من أنه لا توجد علاقة بين حجم الصفقة ونسبة التغير فى سعر السهم ، وذلك باستثناء الصفقات التى تنطوى الواحدة منها على ١٠٠٠٠ سهم أو أكثر . هذا إضافة إلى اعتقاده (P. 59) فى وجود خطأ منهجى فى إختيار العينة التى قامت عليها دراسة كوبر وزملائه ، التى على أساسها إقترحوا مقياس نسبة السيولة . ولتجنب تلك العيوب يشير برنستين (P. 59) إلى معادلة بديلة لقياس نسبة السيولة تتمثل فى : متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق فى السعر من صفقة إلى أخرى خلال فترة معينة ، مقسوماً على عدد الصفقات التى أبرمت خلال تلك الفترة .

ورغم كل هذه الانتقادات لازال الهامش ، ونسبة السيولة مؤشران معترف بهما لقياس السيولة ، وان كان الهامش هو المؤشر الأكثر شيوعاً ربما لسهولة حسابه .

سيولة السوق :

خلص القسم الأول إلى أن لسيولة الورقة المالية تأثير على قيمتها السوقية ، وهو أمر يهم المستثمر كما يهم المنشأة المصدرة للورقة وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى مقدمة هذا الفصل . وإذا ما كان الأمر كذلك فقد يكون من الملائم معرفة السمات التى إذا ما توافرت فى السوق الذى تتداول فيه الورقة المالية ، سوف يجعلها سهلة التسويق بحد أدنى من التقلب فى قيمتها السوقية . وفى هذا الصدد يشير فرنسيس (Francis, 1986, PP. 80-81) ويرنستين (Bernstein, 1987) إلى ثلاث سمات هى العمق ، والاتساع ، وسرعة الاستجابة .

١ ــ عمق السوق :

يقصد بعمق السوق Market Depth أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المغنية . ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعاً وشراء فإن أى خلل فى التوازن فى الكميات المطلوبة أو المعروضة عادة ما يسفر عن تغير طفيف فى السعر ، وهو ما يعنى ضآلة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت . وعلى العكس من ذلك يتسم السوق غير العميق أى الضحل Shallow Market بعدم استمرارية أوامر البيع والشراء ، ومن ثم فإن الخلل فى التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدى إلى تغير كبير فى سعر الورقة . ففى حالة زيادة العرض عن الطلب ينخفض سعر الورقة مما يعرض حاملها لخسائر كبيرة ، قد تضطره إلى تأجيل قرار البيع . أما فى حالة زيادة الطلب عن العرض فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التى يضطر معها المستثمر الراغب فى الشراء إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها . وكما يبدو فإن طول فترة الانتظار حتى يرتفع السعر (حالة زيادة العرض عن الطلب) أو ينخفض (حالة زيادة الطلب عن العرض) مرهونة بتحقيق التوازن Equilibriun بين العرض والطلب .

ووفقاً لفكرة العلاقة التوازنية أو التعويضية Risk-Return Tradeoff بين المخاطر وبين العائد، والتى تقضى بأنه كلما زادت المخاطر إزداد العائد المطلوب ، يصبح من المتوقع أن لا يقبل صانع السوق شراء الورقة التى يتسم سوقها بالضحالة إلا إذا كان هامش الربح Bid-Asked Spread المرتقب كبيراً ، بالقدر الذى يحقق له الحماية من مخاطر تعرضه للخسائر الرأسمالية نتيجة لضحالة السوق . والعكس يصبح صحيحاً بالنسبة للأوراق المالية التى يتسم سوقها بالعمق . ومما يذكر أن من أهم متطلبات السوق العميق وجود وسائل إتصال جيدة بين المتعاملين ، حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ .

٢ ــ إتساع السوق :

على عكس السوق المحدود Thin Market يتسم السوق بالسعة Breadth Market عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المعنية ، مما يحقق استقراراً نسبياً فى سعرها ويقلل بالتالى من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية . وفى مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشترى المحتمل لتأجيل القرار ، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية .

٣ ــ سرعة إستجابة السوق :

يقصد بسرعة إستجابة السوق Resiliency أن أى خلل محتمل فى العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف فى الأسعار (Bernstein, 1987, P. 55) ، وهو ما يؤدى إلى ضآلة الخسائر الرأسمالية التى قد يتعرض لها حامل الورقة ، مما يقلل فرصة تردده فى بيعها ، كما يُضْعِف أمل المشترى المحتمل فى امكانية شرائها بسعر أقل فى تاريخ لاحق . وبالطبع يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض ، نظراً لضآلة المخاطر التى يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار . وكما هو الحال بالنسبة للسوق العميق ، يتطلب شرط سرعة الاستجابة توفر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين .

استراتيجيات المنشأة لتحقيق السيولة لأوراقها المالية :

خلص القسم الثالث إلى أنه إذا توافرت لسوق الورقة المالية سمة العمق والاتساع وسرعة الاستجابة ، فسوف تتحقق لها درجة عالية من السيولة . وتدرك ادارة المنشأة المصدرة للورقة أن لسهولة التسويق تأثير على القيمة السوقية للورقة وهو ما يترك أثره المباشر على القيمة السوقية للمنشأة ذاتها ، كما يترك عليها أثراً غير مباشر من خلال التأثير الذى تحدثه السيولة على تكلفة الأموال ، على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى مقدمة هذا الفصل . وهكذا يصبح من المتوقع أن تعمد المنشآت إلى اتباع استراتيجيات من شأنها أن تسهم فى سهولة تسويق ما تصدره من أوراق مالية (Bernstein, 1987, P. 55) . ويأتى فى مقدمة تلك الاستراتيجيات الطرح العام لأسهم المنشأة ، وتسجيل الأسهم فى البورصة ، وقيام بنك الاستثمار بتولى شئون الاصدار ، وتنميط قيمة الورقة المصدرة ، وقيام المنشأة بالاقتراض ، واصدار السهم بقيمة اسمية صغيرة ، والأشكال القانونية محدودة المسئولية ، ونشر المعلومات عن شئون المنشأة (Amihud & Mendelson, 1988) .

١ ـــ طرح الأسهم للتداول العام :

يميز القانون ـــ فى غالبية الدول ـــ بين المنشآت الخاصة Private or Close Corporation وبين المنشآت العامة Public Corporation . فمثلاً يعرف قانون ولاية ديلاور Delaware الأمريكية المنشأة الخاصة بأنها تلك التى لا يزيد عدد حملة أسهمها عن ٣٠ فرد ، وأن ليس لها الحق فى طرح أسهمها للتداول العام (Conrad et al, 1977, P. 771) وان كان لها الحق أن تجرى اتصالات ببعض المستثمرين لحثهم على شراء إصداراتها من الأسهم ، وهو ما يطلق عليه بالطرح الخاص Private Placement . ولا يختلف القانون الانجليزى عن ذلك إلا فى أنه يتطلب أن يكون عدد الملاك ٥٠ فرد أو أقل (Smith & Keenan, 1975, P. 199) .

وبالنسبة للأسهم التى تصدرها تلك المنشآت ـــ والتى لا يتطلب القانون الأمريكى تسجيلها لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ـــ فإنه وفقاً للقاعدة ١٤٤ Rule 144 التى وضعتها اللجنة لا يجوز لحاملها التصرف فيها إلا بعد مضى

عامين من اصدارها (Silber, 1991, P. 60) . وعلى العكس من ذلك تتمتع الأسهم التى تطرح للتداول العام بميزة امكانية التصرف فيها بحرية فى أى وقت ، بما يجعل المستثمر راغباً فى امتلاكها وهو ما يمثل شيء من التناقض فى سلوك المستثمر ، ذلك أنه يعنى أن المستثمر يسعى جاهداً للحصول على ملكية فى المنشآت التى يسهل عليه أن يخرج منها The Easier the Exit from Ownership of Corporation the Attractive Its Ownership Becomes أنه حقاً تناقض (Bernstein, 1987, P. 55) .

وكما يبدو فإنه على عكس الطرح العام ، يتوقع أن ينجم عن الطرح الخاص Private Placement أى قَصْرْ التداول على جمهور محدود ـــ وعادة معروف لدى المؤسسين ـــ تأثير عكسى على عمق واتساع السوق ، وهو تأثير لابد أن يمتد أثره العكسى إلى السرعة التى يتم بها تسويق (الشق الأول للسيولة) أسهم المنشأة[٣] . وبالطبع يتوقع أن تقارن المنشأة بين عيوب ضعف السيولة والتى تنعكس على قيمتها السوقية ، بالمزايا التى يمكن أن تتحقق فى ظل الطرح الخاص .

كذلك فإن للتكاليف المصاحبة تأثير على قرار المفاضلة . فكما سبقت الاشارة فى الفصل الثالث يرتبط الطرح العام بتكاليف التسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، والتكاليف والوقت الضائع المصاحب لاحتمال تأجيل طرح الورقة للتداول بسبب الاجراءات المطلوبة . وتكاليف إعادة التنظيم التى يتطلبها الطرح العام والتى تتضمن ـــ ضمن أشياء أخرى ـــ وجود مجلس ادارة محدد المسئولية ، وتحديد الاختصاصات وتوزيع السلطات والمسئوليات بطريقة واضحة . كذلك هناك التكاليف القانونية والمحاسبية المصاحبة لنشر التقارير المالية وفقاً للقواعد المحددة لذلك . وفى الولايات المتحدة تقدر تلك التكاليف فى مجملها بما يتراوح بين ١٠٠ ألف دولار ، ٢٠٠ ألف دولار سنوياً (Amihud & Mendelson, 1988, P. 8) وهو ما لا يتضمن تكلفة وقت الادارة .

(٣) يتمثل الشق الثانى للسيولة فى أن القيمة السوقية للورقة المالية لا تتغير تغيراً كبيراً من صفقة إلى أخرى .

وإلى جانب تلك التكاليف المباشرة هناك التكاليف غير المباشرة وفى مقدمتها تكلفة الوكالة الناجمة عن انفصال الادارة عن الملكية (Jensen & Meckling, 1976) والتكاليف التى تتكبدها المنشأة من جراء إحتمال استفادة المنافسين من المعلومات التى تلتزم المنشأة بنشرها . إضافة إلى التكاليف الناجمة عن القيود (القانونية أو غير القانونية التى تتمثل فى ردود فعل الجمهور) المفروضة على ادارة المنشأة . فعلى عكس المنشآت العامة تستطيع المنشأة الخاصة إبرام صفقات خاصة مع المؤسسين بصفتهم الشخصية ، كما تستطيع وضع أنظمة جريئة ومستحدثة لمكافآت أعضاء الادارة ، وهو ما قد يترتب عليه آثاراً محمودة على نتائج النشاط .

وبسبب هذه التكاليف يتوقع أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 8) أن تحقق المنشأة التى تطرح أسهمها للتداول الخاص صافى تدفق نقدى أكبر ، بالمقارنة مع منشأة مثيله تطرح أسهمها للتداول العام . غير أن معدل العائد الذى يطلبه المستثمر فى الأسهم المطروحة طرحاً عاماً سوف يكون أقل ـــ بسبب الانخفاض النسبى فى مخاطر ضعف السيولة ـــ وذلك بالمقارنة بالعائد الذى يطلبه على الأسهم التى تتداول بين فئة محدودة من جمهور المستثمرين .

ولما كانت العلاقة طردية بين القيمة السوقية للمنشأة وبين صافى التدفقات النقدية المتولد عن نشاطها ، فى حين أن العلاقة عكسية بين القيمة السوقية للمنشأة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار فى أسهمها . فإن قرار الطرح الخاص يكون مقبولاً لو أن الأثر الايجابى الذى تحدثه الزيادة فى صافى التدفق النقدى على القيمة السوقية للمنشأة ، يفوق الأثر السلبى الذى يحدثه الارتفاع فى معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن ضعف سيولة أسهمها . وعلى العكس من ذلك يكون قرار الطرح العام مقبولاً لو كان الأثر السلبى الذى يحدثه النقص فى التدفق على القيمة السوقية للمنشأة أقل من الأثر الايجابى الذى يحدثه انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار فى أسهمها .

هذا وعلى الرغم من أن العديد من المنشآت مازالت راغبة فى الطرح العام لأوراقها المالية ، مما يعد تعبيراً عن الرغبة فى تحقيق درجة عالية من السيولة

(Amihud & Mendelson, 1988, PP. 7-8) ، فإن مزايا الطرح الخاص قد تفوق مزايا السيولة الناجمة عن الطرح العام لبعض المنشآت (DeAngelo et al, 1984 a, b) وإن كان أميهود ومندلسون (P. 88) يعتقدان فى أن ذلك قاصراً على المنشآت الصغيرة . وذلك على أساس أن تكاليف الطرح العام لا تتغير مع تغير حجم المنشأة ، فى حين أن مزايا الطرح العام تكون أكبر للمنشآت الأكبر حجماً .

٢ ـــ تسجيل الأوراق المالية فى البورصة :

كذلك يعتبر تسجيل الأوراق المالية فى البورصات من بين أهم الاستراتيجيات التى تحقق السيولة لتلك الأوراق ، بل وربما كان هدف السيولة فى مقدمة الأهداف التى تشجع المنشأة على تسجيل أوراقها المالية بالبورصات . حقاً لن يؤثر تسجيل الأوراق المالية على المخاطر المنتظمة Systematic Risk التى هى محدد أساسى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ، إلا أن للتسجيل آثاره الايجابية على مخاطر ضعف السيولة Liquidity Effect ، التى ثبت تأثيرها على معدل العائد المطلوب على الاستثمار وعلى القيمة السوقية للورقة المالية (Amihud & Mendelson, 1986, P. 44, and 1988, P. 7) وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من هذا الفصل ، والذى أشار إليه برنستين (Bernstein, 1987, P. 60) من قبل .

كذلك فإن من شأن التسجيل أن يتيح للمستثمر وباستمرار ـــ عبر وسائل الأعلام المتخصصة ـــ معلومات وتحليلات وتقارير عن المنشأة المصدرة للورقة والصناعة التى تنتمى إليها ، إضافة إلى المعلومات عن التغيرات التى تطرأ على القيمة السوقية للورقة من يوم إلى آخر . مثل هذه المعلومات من شأنها أن تشجع المستثمرين على التعامل فى الأوراق المسجلة فى البورصات (Dhaliwal, 1983) ، مما يتيح فرصة أفضل لتعامل مستمر Market Depth عليها من قبل عدد كبير من المتعاملين Breadth Market هذا إضافة إلى ما تتيحه البورصة من آليات لتحقيق التوازن بين العرض والطلب (Meltzer, 1989, Fama, 1989) على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل السابع عشر ، وبما يعنى أن لتسجيل الورقة أثره على سيولتها وعلى قيمتها السوقية بالتبعية .

ومما يؤكد على مصداقية تأثير التسجيل على السيولة ، ما كشف عنه هاميلتون (Hamilton, 1976) من أن هامش الربح الذى يحصل عليه المتخصصين فى بورصة نيويورك — والذى يمثل تكلفة السيولة كما سبقت الاشارة — يقل عن الهامش الذى يحصل عليه التجار فى السوق غير المنظمة ، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها . ويضيف كلمكوسكى وكونرى (Klemkosky & Conroy, 1985) أن هامش الربح الذى يطلبه صانع السوق على السهم بعد تسجيله فى بورصة نيويورك ، قد انخفض انخفاضاً ملموساً عن الهامش الذى كان يتكبده المستثمر على ذات السهم فى السوق غير المنظمة .

أما الارتباط بين كل من التسجيل فى البورصة والسيولة والقيمة السوقية للورقة المالية فقد كشفت عنه دراسة ينج وزملائه (Ying et al, 1977 حيث أشارت إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم فور الاعلان عن إجراءات تسجيله فى البورصة . بل والأكثر من ذلك ما كشفت عنه دراسة سانقر ومكونل (Sanger & McConnel, 1986) من أنه بعد العمل بالنظام الآلى الذى يربط بين صناع السوق فى السوق غير المنظمة الذى يطلق عليه نازداك NASDAQ أصبحت الزيادة فى القيمة السوقية للسهم فى داخل البورصة ، مقارنة بقيمته فى خارجها أى فى السوق غير المنظمة ضئيلاً . ويفسر هاميلتون (Hamilton, 1987) ذلك بأن النظام المذكور قد نجم عنه تحسن فى سيولة الأوراق المتداولة ، مما ترتب عليه انخفاض ملموس فى الهامش Bid-Ask Spread الذى يحصل عليه التجار فى السوق غير المنظمة ، الأمر الذى انعكس أثره على القيمة السوقية للورقة المالية .

هذا وإذا كان للتسجيل بالبورصة تأثير على السيولة وعلى القيمة السوقية للسهم بالتبعية ، فإنه ليس بدون تكلفة . وفى مقدمة تلك التكاليف ما تتكبده المنشأة لكى توفر متطلبات التسجيل . إضافة إلى التكاليف الدورية والتى لا تقتصر على رسوم التسجيل وتكلفة اعداد ونشر التقارير الدورية المطلوبة ، إذ هناك كذلك العائد الضائع نتيجة التزام المنشأة بالقيود المفروضة عليها بمقتضى الأعراف والقواعد التى تصدر عن البورصة ، أو تلك التى تصدرها لجنة الأوراق المالية والبورصة . وفى ظل تلك التكاليف يتوقع أن يكون قرار

التسجيل هو نتيجة لمقارنة التكاليف المصاحبة للتسجيل مع المكاسب الناجمة عنه ، ومن بينها أثره المرغوب على السيولة وعلى القيمة السوقية للورقة المالية .

٣ ــ تولى بنك الاستثمار شئون الاصدار :

من بين الاستراتيجيات الأخرى التى تسهم فى تحقيق السيولة للورقة المالية ، التجاء المنشأة إلى أحد بنوك الاستثمار لتولى شئون الاصدار . ففى الوقت الذى لا يسمح فيه للمنشأة التى تتولى بنفسها شئون الاصدار الدخول مشتريه للورقة خلال فترة تسويقها ، فإن المشرع الأمريكى قد أعطى لبنك الاستثمار هذا الحق ، وذلك إذا ما تعرضت الورقة إلى انخفاض فى قيمتها السوقية أثناء تسويقها ، وهو ما سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث . مثل هذا الاجراء فضلاً عن أنه يحقق الاستقرار فى القيمة السوقية للورقة المالية ، يؤدى إلى تمتعها بقدر لا بأس به من السيولة .

يضاف إلى ذلك أن المستثمرين ينظرون إلى بنك الاستثمار الذى يضطلع بمهمة الاصدار على أنه طرف محايد Credible Outsider يسمح له بتجميع وتحليل البيانات عن المنشأة المعنية نيابة عن المستثمرين ، بما يضمن فى النهاية توفير معلومات صادقة عن المنشأة ، والوصول إلى تقييم عادلة للقيمة التى ينبغى أن تباع بها الورقة المصدرة ، ودون أن ينطوى ذلك على افشاء معلومات سرية عنها . باختصار يعد التزام بنك الاستثمار بتولى شئون الاصدار بمثابة شهادة Certification من طرف محايد بأن المعلومات المتاحة عن المنشأة أو عن الورقة المالية محل الاصدار هى معلومات صادقة ، وهو ما يترتب عليه ثقة أكبر فى الورقة المالية بشكل يسهم فى سهولة تسويقها ، دون أن تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات كبيرة من صفقة إلى أخرى . وبالطبع إذا اتضح فيما بعد أن الأمر لم يكن على هذا النحو ، فإن البنك يصبح عرضه للمساءلة على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث عشر .

٤ ــ القروض النمطية :

فى التعاقد المباشر بين المقرض والمقترض تكون شروط التعاقد مفصله وفقاً لما يراه المقرض ويقبله المقترض ، وهى شروط قد لا تكون ملائمة لأحد

سواهم ، لذا يطلق عليها بالقروض أو الأوراق المالية غير النمطية Nonstandard Securities التى يعد تسويقها أمراً بالغ الصعوبة ، وذلك لثلاثة أسباب رئيسية أولها أن تحديد قيمة سوقية لتلك الأوراق يقتضى توفر المزيد من المعلومات التى لا تتاح للجمهور . أما السبب الثانى فيكمن فى أن القيمة الاسمية للورقة عادة ما تكون كبيرة بما قد لا يتلائم مع الموارد المتاحة للكثير من المستثمرين . وأخيراً فإنه إذا كانت الشروط تناسب المستثمر (المقرض) الأصلى الذى أبرم العقد ، فقد لا تناسب مستثمرين آخرين لديهم أموال يرغبون فى اقراضها .

وعلى الرغم من أن تنميط الأوراق المالية المختلفة وفى مقدمتها الأسهم والسندات ، ينطوى على قدر من التكاليف مثل تكاليف التسجيل والاصدار فإنها تمثل الاتجاه السائد . أما السبب فيرجع إلى أن تلك الأوراق تتسم بدرجة أعلى من السيولة نظراً لأنها لا تحمل السمات التى تتصف بها الأوراق غير النمطية ، والتى سبقت الاشارة إليها (Amihud & Mendelson, 1988, P. 9) . إضافة إلى أن المستثمر عادة ما لا يشغل نفسه بجودة الورقة ، طالما أن المعلومات المتاحة يوفرها له بنك الاستثمار المختص . إضافة إلى أن التنميط فى حد ذاته يترتب عليه جعل تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى (Demsetz, 1968, P. 50) .

ولعل ميزة السيولة التى يخلقها التنميط تفسر الظاهرة التى أخذت فى الشيوع بين البنوك ومؤسسات الايداع الأخرى ، والتى بمقتضاها يتم تحويل القروض غير النمطية إلى قروض نمطية . فرصيد القروض التى يحصل عليها العملاء من البنك لشراء سيارات مثلاً ، يمكن أن يصدر فى مقابله سندات تطرح للبيع للجمهور Securitization وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثانى .

وإذا كان للقروض النمطية (السندات) مزايا تفوق التكاليف التى تنطوى عليها ، وأن الاتجاه هو نحو تحويل القروض غير النمطية إلى قروض نمطية ، فلماذا يوجد سوق للقروض غير النمطية ؟ الاجابة أن تلك القروض مازال لها من يفضلها . فالمؤسسات المالية الكبيرة التى عادة ما تحتفظ بالأوراق المالية لفترات طويلة قد لا تعطى اهتماماً كبيراً لمشكلة السيولة (Amihud & Mendelson,

(1988, P. 10 التى تعانى منها تلك القروض . إضافة إلى أن تلك القروض تعطى للمستثمر فرصة وضع الشروط التى من شأنها أن تحد من تكلفة الوكالة ومن مخاطر أخرى قد يتعرض لها المقرض (هندى ، ١٩٩٠) (& Amihud . Mendelson, 1986)

٥ ــ قيام المنشأة بالاقتراض :

وفقاً للفكر الذى تقوم عليه دراسات مدكليانى وميلر (M & M, 1958, and 1963) ليس للهيكل المالى تأثير على القيمة السوقية للمنشأة أى على القيمة السوقية لما تصدره من أسهم عادية ، وذلك فى ظل فروض السوق الكامل Perfect Market . ذلك أن المستثمر الذى يشترى أسهم المنشأة التى يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط ، يمكنه أن يحقق عائداً يساوى ــ على الأقل ــ ذات العائد الذى يحققه مستثمر آخر يشترى أسهم منشأة مماثلة لكنها تعتمد جزئياً على القروض فى تمويل احتياجاتها . يتم ذلك من خلال بناء هيكل رأسمال شخصى Home-Made Leverage مماثل للهيكل المالى للمنشأة المقترضة (هندى ، ١٩٩١ ، ص ٥٩٧ ــ ٦١١) .

غير أن سنبت وتاقارت (Senbet & Taggart, 1984) قد كشفا عن أن تكلفة المعاملات التى تنطوى على عملية الاقراض والاقتراض تكون أقل عندما تقوم بها المنشأة ، وذلك بالمقارنة بما يتكبده المستثمر إذا ما أجرى تلك المعاملات بنفسه . هذا يعنى فى النهاية أن للهيكل المالى تأثير على القيمة السوقية لأسهم المنشأة ، حيث يصبح من المتوقع أن يفضل المستثمر شراء أسهم المنشأة التى يتضمن هيكل رأسمالها على قروض ، طالما أن ذلك من شأنه أن يقلل من تكلفة المعاملات التى يتكبدها المستثمر[٤] . مثل هذا التفضيل من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على سيولة الأسهم التى تصدرها المنشأة .

ويعتقد أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 11) أن هذا التأثير الايجابى للاقتراض تؤيده بعض الشواهد . فانخفاض نسبة الاقتراض فى

(٤) إذا ما قامت المنشأة بالاقتراض فإن المستثمر يتحمل ــ بطريقة غير مباشرة ــ نصيب من تكلفة المعاملات .

الهيكل المالى للمنشآت الصغيرة ربما يعزى إلى عدم قدرة تلك المنشآت على ابرام صفقات الاقتراض ، بتكلفة أقل من تلك التى يتكبدها المستثمر لو أنه قام بذلك بنفسه . بعبارة أخرى أن عدم قدرة تلك المنشأة على تخفيض تكلفة الاقتراض كان بمثابة دافع لتخفيض نسبة القروض فى هيكل رأس المال . أما الشاهد الثانى فهو تلك العلاقة العكسية التى وجدت بين الشريحة الضريبية Tax Bracket التي تخضع لها دخول المستثمرين وبين نسب الاقتراض فى هيكل رأسمال المنشأة التى يمتلكون أسهمها . وهو ما يعنى أن المستثمر الذى يخضع لشريحة ضريبية منخفضة ــ وبالتالى تنخفض الوفورات الضريبية التى يحققها لو أنه اقترض بنفسه ــ يفضل أن تقوم المنشأة بذاتها بالاقتراض ، لأن ذلك من شأنه أن يحقق وفورات فى تكلفة المعاملات ينعكس أثرها على القيمة السوقية لما تصدره من أسهم ، وهو ما يجعلها أكثر جاذبية له .

٦ ــ القيمة الاسمية للسهم :

كذلك يشير أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988) أنه ربما كان السبب فى اصدار الأسهم العادية بقيمة اسمية صغيرة هو توفير قدر معقول من السيولة لتلك الأسهم . على أساس أن ذلك من شأنه أن يجذب إليها جمهور كبير من المستثمرين من ذوى الموارد المحدودة . وإلا لماذا تفضل المنشأة إصدار مليون سهم بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه للسهم بدلاً من اصدار ١٠٠٠٠٠ سهم بقيمة اسمية ١٠٠٠ جنيه للسهم ، وذلك على الرغم من أن تكلفة خدمة حملة الأسهم فى الحالة الأولى ستكون مرتفعة ؟

ويضيف وود ووود (Wood & Wood, 1985, P. 170) أن إمكانية جذب جمهور كبير من ذوى الموارد المحدودة لشراء السهم ــ بسبب صغر قيمته الاسمية ــ من شأنها أن تسهم فى رفع معدل دورانه ، مما يشجع صانع السوق على قبول هامش ربح منخفض . وكما سبقت الاشارة فإن انخفاض الهامش الذى يطلبه صانع السوق ، يترك أثراً إيجابياً على السيولة وعلى العائد المتولد عن السهم ، بما يجعله أكثر جاذبية للمستثمر . وربما يعطى ذلك تفسيراً للسبب الذى من أجله قامت شركة المعدات المكتبية الدولية International Business Machine (IBM) باحداث اشتقاق فى أسهمها عدة مرات ، بهدف تخفيض

القيمة السوقية للسهم . وفى هذا الصدد يشير بلاك (Black, 1986, P. 534) أن صفر القيمة السوقية للسهم تجعله جذاباً لفريق الضوضاء الذى هو عصب الحياة لأسواق رأس المال ، كما سيتضح من الفصل السادس عشر .

٧ ــ المسئولية المحددة :

يؤثر الشكل القانونى للمنشأة على سيولة الأوراق المالية التى تصدرها . فالشكل القانونى الذى تكون فيه المسئولية محدودة Limited Liability بحصة المساهم فى رأس المال (الشركات المساهمة Corporation ، والشركات محدودة المسئولية Limited Liability Companies) من شأنها أن تسهم فى توفير السيولة لما تصدره من أوراق مالية . حقاً أن المسئولية غير المحدودة Extended Liability (شركة التضامن General Partnership وحصة الشريك المتضامن فى شركة التوصية Limited Partnership أو المشروع الفردى Proprietoship) من شأنها أن تحث الملاك على توخى الحذر والحيطة مما يقلل من المخاطر التى تتعرض لها المنشأة ، كما يترتب عليها تخفيض فى تكاليف الوكالة (Joy, 1983, PP. 5-7) إلا أن المسئولية غير المحددة قد تجعل من المتعذر نقل حصة الملكية Alienability (أى صعوبة التسويق) وذلك لاحتمال عدم وجود المستثمر الذى يبدى استعداده لشرائها ، وتحمل مسئولية غير محدودة بنصيبه فى رأس المال .

هذه المشكلة لا وجود لها بالطبع فى حالة المسئولية المحدودة . وفى هذا الصدد يشير أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 10) إلا أن تكلفة الوكالة التى تصاحب الأشكال القانونية ذات المسئولية المحدودة تعد بمثابة ثمن للسيولة التى تتحقق للأوراق المالية التى تصدرها المنشآت التى تأخذ بتلك الأشكال . ليس هذا فقط بل أن وجود تلك الأشكال القانونية يعد فى حد ذاته دليلاً على أن العائد المتولد عن السيولة يفوق تكلفة الوكالة .

٨ ــ نشر المعلومات عن المنشأة :

كذلك تلعب المعلومات التى تنشر عن الشئون الداخلية للمنشآت التى تتداول أسهمها للجمهور ، دوراً هاماً فى تحقيق السيولة للأوراق المالية التى تصدرها . بل وحتى لو لم تكن التشريعات تقضى بنشر تلك المعلومات ، فإن

لدى المنشآت دافع ذاتى لنشرها ، وذلك للمساهمة فى توفير السيولة لأوراقها المالية . فما لم تتوافر تلك المعلومات فإن هامش الربح الذى يطلبه صانع السوق سيكون كبيراً ، وذلك لحماية نفسه فى مواجهة مستثمرين لديهم معلومات لا تتاح له Information Asymmetry ونقصد بهم العاملين بالمنشأة المعنية Insider أو أقاربهم أو أصدقائهم ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث عشر . وعلى العكس من ذلك فإن اتاحة المعلومات يعنى مخاطر أقل يواجهها صانع السوق ، مما يترتب عليه انخفاض الهامش وتحقيق سيولة أكبر للورقة المالية ، بشكل يؤدى فى النهاية إلى انخفاض تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة المصدرة لها .

بل ويضيف أميهود ومندلسون (Amihud & Mendelson, 1988, P. 11) أنه حتى لو لم توجد التشريعات التى تضع قيودا على العاملين وأقاربهم وأصدقائهم الذين يرغبون فى ابرام صفقات على أسهم المنشأة التى يعملون بها ، فإن المنشأة نفسها ربما كانت ستبادر بوضع هذه القيود ، وذلك حتى لا يكون هناك نقص فى المعلومات المتاحة لصناع السوق ، يدفعهم إلى زيادة هامش الربح مما يترك أثراً عكسياً على سيولة ما تصدره من أوراق .

حقاً أن نشر المعلومات بسرعة له تكلفته وتأثيره على المنشأة ، إلا أن هذه التكلفة ربما تكون أقل بكثير من المكاسب المتولدة عن تحسن سيولة الأوراق المالية المصدرة . وربما يفسر هذا قيام المنشآت المسجلة ببورصة نيويورك بنشر القوائم المالية ، حتى قبل صدور قانون بورصة الأوراق المالية الذى صدر فى عام ١٩٣٤ ، والذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الخامس . بل ويضيف أميهود ومندلسون (P. 11) أن هدف السيولة ربما كان السبب فى قيام المنشآت بتحديد ونشر مستوى جودة ما تصدره من سندات Bond Rating بإختيارها أى دون الزام قانونى(٥) . وفى محاولة أخرى لتأكيد التأثير القوى لنشر المعلومات على سيولة الورقة المالية يذكر أميهود ومندلسون (P. 12) أن قيام

(٥) هناك تفسير آخر لقيام المنشأة بتقييم السندات التى تصدرها ، ذلك أن بعض المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار تشترط أن تكون السندات مصنفة على أنها مرتفعة الجودة . غير أن هذا لا يفسر السبب الذى من أجله تقوم المنشأة بتقييم سنداتها حتى لو كانت تلك السندات منخفضة الجودة .

الحكومات المحلية فى الولايات المتحدة بالتأمين على السندات التى تصدرها ـــ وهو ما سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثانى ـــ لا يمكن أن يكون له سبب سوى محاولة خلق سوق يتسم بالسيولة لتلك السندات .

مساهمات أعضاء السوق لتوفير السيولة :

عرض القسم الرابع للاستراتيجيات التى تتبعها المنشأة لتوفير قدر من السيولة للأوراق المالية التى تصدرها ، وفى هذا القسم نعرض للدور الذى يقوم به أعضاء السوق لبلوغ ذات الهدف . يشير قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988, PP. 620-622) أنه بالنسبة للأسهم التى يتسم سوقها بحركة نشطة مثل أسهم شركة المعدات المكتبية العالمية International Business Machine (IBM) وأسهم شركة التليفون والتلغراف الأمريكية American Telephone & Telegrame (AT & T) التى تصل أوامر البيع والشراء لها من دقيقة إلى أخرى ، يلعب السماسرة فى داخل البورصة الدور الأكبر فى توفير السيولة المطلوبة لها . إذ من خلالهم تتم مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع ، فى حين يقتصر دور المتخصص على ادارة المزاد Auctioneer الذى يتم على أساسه التعامل ، وذلك فى مقابل عمولة . وفى حالة حدوث خلل بين العرض والطلب على ورقة ما ، فحينئذ وحينئذ فقط يمارس المتخصص دور صانع السوق ، مبدياً استعداده لشراء الفائض أو بيع المزيد منها .

ويظهر دور المتخصص كصانع للسوق أكثر وضوحاً بالنسبة لأسهم مئات الشركات الصغيرة التى يكون التعامل على أسهمها أقل نشاطاً ، بل وربما بمعدل أمر أو اثنين فى اليوم الواحد . إذ هنا يقف المتخصص دائماً على استعداد لتنفيذ الأمر سواء كان أمراً للشراء أو أمراً للبيع . هذا بالطبع يضفى عليه سمة المحتكر خاصة وأنه لا يجوز لأكثر من متخصص أن يتعامل فى سهم معين . وللتغلب على تلك السمة الاحتكارية التى يمكن أن تؤدى إلى احداث تذبذب شديد فى الأسعار ، تضع بورصة نيويورك قيداً مؤداه أن لا يحدث تغيير فى السعر من صفقة إلى أخرى بمعدل يزيد عن درجة واحد One Tick أى ١٢,٥ سنت أمريكى (Grossman & Miller, 1988, P. 621) . مثل هذا القيد فضلاً عن أنه يؤدى إلى توفير السيولة أى تيسير سهولة تسويق الورقة دون احداث تغير كبير

فى سعرها بين صفقة وأخرى ، فإن من شأنه أن يضع حداً للأرباح التى يمكن أن يحققها المتخصص(٦) .

هذا وفى حالة الصفقات التى تفوق قدره المتخصص على استيعابها شراءً أو بيعاً ، فإن السبيل الوحيد أمامه هو تسجيلها فى الدفتر الخاص به Specialist's Book ثم البحث عن وسيلة لمواجهة الموقف . وعادة ما يتمثل ذلك فى تقديم طلب لادارة البورصة للحصول على الموافقة على ايقاف التعامل فى السهم المذكور ، ثم محاولة البحث عن الطرف الآخر للصفقة ، من خلال الاتصال بالسماسرة داخل البورصة ، أو الاتصال بالدور العلوى فى البورصة حيث يتواجد مندوبى بنوك الاستثمار (بيوت السمسرة الكبيرة) الذين يتعاملون فى الصفقات الكبيرة Block Trading Desks .

وهكذا ظهر طرف جديد يمكن تحقيق المزيد من السيولة للأوراق المالية المتداولة فى البورصة ، ونقصد به بنوك الاستثمار التى تتعامل فى الطلبيات الكبيرة والتى يطلق عليهم تجار الطلبيات الكبيرة Block Traders أو بيوت الطلبيات الكبيرة Block Houses التى تتعامل أساساً مع المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار (Reilly, 1985, P. 99) . وفى هذا الصدد يشير قروسمان وميلر (P. 621) إلى دورين متميزين يلعبهما هؤلاء التجار بما يحقق السيولة المطلوبة لسوق الورقة المالية .

يتمثل الدور الأول فى قيام تجار الطلبيات الكبيرة فى البحث عن عملاء راغبين فى شراء أو بيع كمية كبيرة من ورقة مالية ما . وبمجرد العثور على العميل المنشود ويتم ابرام الصفقة ، يقوم التاجر بالاتصال بالمتخصص الذى يتعامل فى الورقة (السهم) ليحيطه علماً بوجود طلبية كبيرة (للبيع أو الشراء حسب الأحوال) . وهنا يقوم المتخصص نيابة عن التاجر باستيفاء الأوامر المحددة Limit Orders على ذلك السهم — والمسجلة بدفتره — من تلك الطلبية حتى تنفذ (Reilly, 1985, PP. 99-100) وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة

(٦) يقتصر هذا القيد على الصفقات التى يبرمها المتخصص لحسابه الخاص فى حالة اختلال التوازن بين العرض والطلب . أما الصفقات التى ينفذها من خلال المزاد المستمر لحساب أصحابها (الطرف الذى يعرض البيع ، والطرف الذى يعرض الشراء) فلا تخضع لذلك القيد .

إليه فى الفصل الثالث . وكما يبدو فقد لعب التاجر دوراً بارزاً فى خلق سوق نشط ، فقد اشترى الطلبية الكبيرة من طرف راغب فى بيعها ، واستوعب الأوامر المسجلة على دفتر المتخصص والتى كانت فى انتظار طرف آخر لمقابلتها بأوامر عكسية .

أما الدور الثانى الذى يلعبه التاجر فيتمثل فى قيامه بتغطية Hedging نفسه فى مواجهة التغيرات المحتملة فى القيمة السوقية للورقة ، خلال فترة التخزين ، أى خلال الفترة التى تمضى منذ شرائه للطلبية حتى الانتهاء من تصريفها . وكما سبقت الاشارة فى الفصل الرابع تقضى التغطية قيامه ببيع كمية من تلك الورقة فى سوق العقود المستقبلة . أما مقدار تلك الكمية فيتحدد على ضوء ما إذا كان يستهدف تغطية كاملة أو تغطية جزئية . مثل هذا الاجراء يعنى تحقيق المزيد من السيولة للورقة المالية ، وذلك طالما أن هناك تعامل اضافى قد جرى عليها . هذا فضلاً عن أن التغطية قد تسهم فى تحقيق قدر من الاستقرار فى القيمة السوقية للورقة ، وذلك على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل الثامن عشر .

وأخيراً يشير قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988, PP. 621-622) إلى الدور الذى تلعبه السوق غير المنظمة ، من خلال بيوت السمسرة التى تتجر بالجملة أو بالتجزئة أو بهما معاً ، وذلك فى أسهم الشركات الصغيرة التى لا تجد مبرراً لتسجيل أوراقها المالية فى سوق منظمة (بورصة) ، أو لأن الشروط التى تضعها البورصة بشأن الحجم (قيمة الأصول) أو بشأن قواعد التصويت (صوت واحد للسهم الواحد) تقف عائقاً أمام رغبتها فى التسجيل . فكما سبقت الاشارة فى مواضع متعددة فإن النظام الآلى « نازداك » NASDAQ الذى يقوم عليه السوق من شأنه أن يوفر المعلومات بشأن سعر الشراء وسعر البيع للسهم Price Quotes لدى كل بيت من بيوت السمسرة المشتركة فى النظام والتى تتعامل فى الورقة المعنية ، وهو ما يعنى سرعة فى ابرام الصفقات ومنافسة شديدة من شأنها أن تؤدى إلى تخفيض الهامش Bid-Ask Spread الذى هو عنصر أساسى فى تحقيق السيولة للورقة المالية .

هذا ويضيف قروسمان وميلر (P. 622) التأثير الإيجابى على السيولة الذى

خلقه السوق الرابع الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث ، وأسواق الاختبار والعقود المستقبلة التى أشير إليها فى الفصل الثانى وسيشار إليها فى الفصل السابع عشر ، إضافة إلى ما يطلق عليه بسوق ما بعد ساعات العمل After-Hours Market والذى يتضمن ضمن ما يتضمن البورصات فى خارج الولايات المتحدة التى تتعامل فى أسهم الشركات الأمريكية(٧) .

ولعل من الملاحظ أن معظم الاستراتيجيات المشار إليها تسهم فى زيادة عمق السوق واتساعه . أما السمة الثالثة والضرورية لتحقيق السيولة لسوق الورقة المالية وهى اعادة التوازن بين العرض والطلب فلا تمثل مشكلة ، كما أشرنا إلى ذلك فى عدة مواضع سابقة . إذ يمكن لصانع السوق من خلال هامش الربح للورقة المالية أن يخلق هذا التوازن . ففى حالة زيادة الطلب على العرض يمكنه توسيع الهامش ، أما فى حالة زيادة العرض عن الطلب يعمد صانع السوق إلى تضييق الهامش . وفى كلتا الحالتين ينبغى أن يكون تصرفه فى الحالتين بطريقة معقولة ، وتستهدف فقط اعادة التوازن وليس محاولة استغلال الظروف لتحقيق أرباحاً اضافية ، وإلا تعرض للمسائلة من قبل ادارة السوق (Grossman & Miller, 1988, P. 621) .

ولا يقتصر خلق التوازن على جهود صناع السوق ، إذ يمكن للمستثمر المحترف وغير المحترف من ذوى الفطنة والدراية بشئون السوق ، أن يتدخل بائعاً أو مشترياً — بهدف تحقيق الربح — عندما يشعر بحدوث خلل فى الأسعار ، وأنها ابتعدت عن قيمتها الحقيقية ، وهو ما سوف نشير إليه فى الفصل السادس عشر . هذا إضافة إلى آليات السوق التى تستخدم لتحقيق التوازن مثل ايقاف التعامل ، على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل السابع عشر .

الخلاصـــــة :

يقصد بالسيولة امكانية تصريف الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب من

(٧) السبب فى هذا المسمى ، هو أن البورصات فى خارج الولايات المتحدة خاصة فى آسيا وأوروبا ، تكون أبوابها مفتوحة فى بعض فترات اليوم التى تكون فيها البورصات الأمريكية مغلقة ، وذلك بسبب فروق التوقيت .

السعر الذى أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة . وللسيولة تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية وعلى القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية . وفى هذا الصدد تؤثر السيولة على القيمة السوقية للمنشأة من خلال مصدرين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر . وبالنسبة للمصدر المباشر فينجم عن أنه طالما أن السيولة تؤثر فى القيمة السوقية للورقة ، وأن القيمة السوقية للمنشأة هى عبارة عن مجموع القيمة السوقية لما تصدره من أوراق ، فإن ارتفاع مستوى السيولة يترك آلياً أثراً إيجابياً على القيمة السوقية للمنشأة . أما المصدر غير المباشر فينجم من أن بيع الأسهم المصدرة بسعر مرتفع ـــ نتيجة تميزها بقدر من السيولة ـــ يعنى زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض تكلفة الحصول على الأموال . وبالطبع يتوقع أن يكون لذلك أثره الايجابى على القيمة السوقية للمنشأة .

هذا وتقاس السيولة بمقاييس متعددة من أبرزها وأكثرها شيوعاً هو مقدار الهامش الذى يحصل عليه صانع السوق ، وذلك على الرغم من أنه يتعرض لانتقادات عديدة . ومهما كان المقياس المستخدم فإنه ينبغى أن يعكس عمق السوق واتساعه ، وكذا سرعة استجابته . ويقصد بعمق السوق لورقة مالية ما استمرارية أوامر الشراء والبيع على تلك الورقة ، بينما يقصد باتساع السوق وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء . أما سرعة الاستجابة فتشير إلى السرعة التى يمكن بها مواجهة الخلل فى التوازن بين العرض والطلب على الورقة المعنية .

وهناك استراتيجيات متعددة تتبعها المنشآت لتحسين مستوى سيولة ما تصدره من أوراق مالية ، وتتمثل هذه الاستراتيجيات فى : طرح الأسهم للتداول العام بدلاً من التداول الخاص ، وتسجيل الأوراق المالية فى البورصات بما يتيح لها فرصة التداول بها ، وتولى بنك الاستثمار شئون الاصدار وذلك كبديل عن اضطلاع المنشأة بنفسها بتلك المسئولية ، والحصول على القروض فى صورة سندات ، والحصول على أموال مقترضة بدلاً عن قيام المستثمر ببناء هيكل رأسمال شخصى يتضمن أموالاً مقترضة ، واصدار السهم بقيمة اسمية صغيرة ، واختيار الشكل القانونى الذى ينطوى على مسئولية محددة ، ونشر المعلومات عن المنشأة . وأخيراً هناك الدور الذى يلعبه أعضاء السوق المنظمة وغير المنظمة فى تحقيق السيولة لما يتداول فيها من أوراق .

الفصل السادس عشر
السيولة وتأثيرها على كفاءة السوق

بدأ الباب الخامس الذى نحن بصدده بالفصل الرابع عشر الذى تناول مفهوم كفاءة أسواق رأس المال ، تبعه الفصل الخامس عشر الذى كشف عن تأثير السيولة على حركة أسعار الأسهم وذلك باعتباره مقدمة ضرورية للفصل السادس عشر الذى نحن بصدده ، والذى يعنى بتأثير السيولة على كفاءة السوق . وفى تناولنا لمحتويات هذا الفصل سنبدأ فى القسم الأول بتناول الكيفية التى يخلق بها السوق السمات التى تحقق السيولة للورقة المالية ، نتبعه بالقسم الثانى الذى يكشف عن العلاقة بين السيولة والكفاءة ، ثم القسم الثالث الذى يتناول بعض الاتجاهات الحديثة لتحسين كفاءة السوق وسيولتها . وأخيراً يعرض القسم الرابع لعدد من الاستراتيجيات المقترحة .

كيف يخلق السوق سمات السيولة :

يميز بلاك (Black, 1986) بين مجموعتين من المتعاملين فى أسواق رأس المال : مجموعة تتعامل على أساس معلومات متاحة لديها عن المنشأة المعنية ، وسوف نطلق عليهم الفريق من ذوى المعلومات Information Traders . أما المجموعة الأخرى فتتعامل على غير أساس من المعلومات ، أى يتعاملون بناء على أحاسيس شخصية واشاعات لا أساس لها أو بناء على آراء غير خبيرة بأسواق رأس المال ، أى يتعاملون على أساس من الضوضاء ويتصرفون على أساسها كما لو كانت معلومات حقيقية . مثل هذا الفريق يتوقع أن تسفر تعاملاته عن هرج ومرج فى السوق ، تكون من نتيجته إحداث تغيرات طارئة على أسعار الأوراق المالية دون أن يكون لذلك أى أساس . وعليه سوف يطلق على هذا الفريق بفريق الضوضاء Noise Traders .

ويعتقد بلاك (P. 530) فى أن فريق الضوضاء هو الذى جعل أسواق رأس المال حقيقة واقعة ، بل وهو الذى خلق لها السيولة المطلوبة . فلو أن جميع المتعاملين فى السوق هم من ذوى المعلومات لاختفت الحركة النشطة فى أسواق رأس المال (P. 531) . ذلك أن كل متعامل لديه معلومات سيدرك أن

المتعاملين الآخرين لديهم أيضاً معلوماتهم الخاصة . وعليه فإذا تقدم لعرض ورقة مالية للبيع ووجد الآخرين مقبلين على شرائها فسوف يتردد كثيراً قبل ابرام الصفقة ، إذ ينتابه الشك فى أن معلوماته غير كاملة أو أن لديهم معلومات جديدة لا يدرى هو عنها شيئاً . والنتيجة هى بطء وربما ركود فى حركة السوق . أما فى وجود فريق الضوضاء فإن الصورة تختلف تماماً .

ففريق الضوضاء هو الذى يوفر للسوق مقوماته . فأعضائه اما يتعاملون على أساس ضوضاء يعتقدون فى أنها معلومات ، أو أنهم عظيمى الثراء يتعاملون لاشباع رغبة لديهم وذلك رغم علمهم — فى بعض الأحيان — أن احتمال تحقيق عائد من وراء ابرام الصفقة هو احتمال ضئيل للغاية . وبوجود هؤلاء يجد المتعاملين من ذوى المعلومات دافعاً لابرام الصفقات . ذلك أن تعاملات فريق الضوضاء من شأنها أن تأخذ الأسعار بعيداً عن القيمة التى ينبغى أن تكون عليها (القيمة الحقيقية) . وهنا يجد فريق المعلومات فرصة لابرام الصفقات بما يعود بالأسعار إلى المستوى الذى يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية (Bernestein, 1987, P. 55) . وهذه الخدمة ليست مجانية بالطبع إذ يتولد عنها أرباحاً تتمثل بالفرق بين سعر الورقة (وهو السعر الذى أبرمت به الصفقة) وبين القيمة الحقيقية لها على النحو الموضح فى الشكل ١٦ — ١ الذى يقترحه المؤلف .

يكشف شكل ١٦ — ١ أن معاملات فريق الضوضاء أدت فى البداية إلى ارتفاع فى القيمة السوقية للسهم عند الزمن ب . وهنا تدخل فريق المعلومات لبيع ما يمتلكه من تلك الأسهم بالسعر المرتفع ، الأمر الذى ترتب عليه زيادة العرض وعودة الأسعار إلى مستواها السابق عند الزمن حـ . وهنا حقق الفريق ربحاً غير عادياً تمثل فى الفرق بين السعر الذى وصل إليه السهم وبين سعر التوازن الذى يعكس القيمة الحقيقية للسهم (٣٠ جنيه) . وبالطبع لو أن فريق المعلومات كان قد اشترى السهم بسعر أقل من ٣٠ جنيه ، حينئذ تكون الأرباح الكلية أكبر . كذلك يكشف شكل ١٦ — ١ عن تعاملات أخرى لفريق الضوضاء نجم عنها انخفاض فى القيمة السوقية للسهم عند الزمن د . وهنا تدخل فريق المعلومات مرة أخرى لشراء المزيد من تلك الأسهم ، مما ترتب

شكل ١٦ ـــ ١
أرباح الفريق ذوى المعلومات

عليه زيادة الطلب وعودة الأسعار مرة أخرى إلى مستوى التوازن وذلك عند الزمن هـ . وإذا ما رغب الفريق فى بيع السهم عند سعر التوازن فسوف يحقق أعضائه أرباحاً غير عادية تتمثل فى الفرق بين السعر الذى اشترى به السهم وسعر التوازن[1] .

وكما يبدو فإن التصرفات المتعاقبة لفريق الضوضاء هى التى تخلق الحركة النشطة على الورقة المالية ، أى هى التى تحقق لسوقها العمق والاتساع ، وهما عنصرين أساسيين لسهولة تسويق الورقة ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الخامس عشر . وفى غياب فريق الضوضاء ، سوف تقتصر المعاملات على فريق المعلومات مما يعنى أن التغيرات السعرية ـــ وبالتالى

(١) يفترض التحليل عدم وجود تكلفة للمعاملات .

الأرباح ــ ستكون فى أضيق الحدود ، وربما لا تغطى الأرباح تكلفة المعاملات ومن ثم يختفى الدافع لابرام الصفقات . وهنا قد يتساءل القارىء عن مصير فريق الضوضاء ، وكيف له أن يبقى وفرصته فى تحقيق الربح تكاد تكون معدومة ؟ يؤكد دى لونق وزملائه (De Long et al, 1991) على أن فريق الضوضاء وجد ليبقى . فعلى عكس ما يعتقده بلاك (Black, 1986, P. 531) فإنه يمكن لهؤلاء ليس فقط الاستمرار بل وتحقيق عائداً يفوق فى بعض الأحيان العائد الذى يحققه أعضاء فريق المعلومات . ولكن كيف ؟ هذا ما سوف نشير إليه فى القسم الثالث من هذا الفصل .

السيولة وكفاءة السوق :

من المعتقد أن للسيولة تأثير ملموس على كفاءة السوق . وقبل أن نعرض لماهية واتجاه ذلك التأثير ، سنتناول مقومات السوق الجيد حتى نحدد على ضوئه مكانة كل من السيولة والكفاءة وأهميتهما النسبية للمتعاملين فى ذلك السوق .

مقومات السوق الجيد :

يحدد ريلى (Reilly, 1985, PP. 62-63) ثلاثة مقومات رئيسية للسوق الجيد Good Market هى : دقة وسرعة وصول المعلومات ، وكفاءة التشغيل والتسعير ، والسيولة . ويضيف برنستين (Bernstein, 1987, P. 56) سمة العدالة .

١ ــ دقة وسرعة وصول المعلومات :

يتوقع المتعاملين من السوق أن يزودهم فى الوقت المناسب بالمعلومات الدقيقة Timely and Accurate Information عن كافة الصفقات التى أبرمت من حيث الحجم والسعر . كما يتوقعون أن يزودهم كذلك بالظروف الحالية للسوق ممثلة فى السعر الذى تباع وتشترى به كل ورقة ، والذى يعكس فى حقيقة الأمر مستوى الطلب والعرض لكل منها .

٢ ــ كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير :

ويقصد بكفاءة التشغيل Operation Efficiency أن تكون تكاليف ابرام

الصفقة أى تكلفة المعاملات ـــ التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الرابع ـــ عند حدها الأدنى . أما كفاءة التسعير Price Efficiency فيقصد بها سرعة استجابة الأسعار فى السوق للمعلومات الجديدة التى تصل إليه ، وهو ما يعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة . وكما سبقت الاشارة فى الفصل الرابع عشر فإن كفاءة التشغيل تعد متطلباً رئيسياً لكفاءة التسعير .

٣ ـــ السيولة :

يقصد بالسيولة Liquidity أن يستطيع البائع والمشترى ابرام الصفقة بسرعة ، وبسعر قريب من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة ، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق . وهذا يعنى أن السيولة تتطلب بالاضافة إلى سهولة التسويق ، توفر سمة الانتظام Orderly Market أى سمة انتظام الأسعار (Bernstein, 1987, P. 56) والتى يقصد بها استقرار الأسعار أى عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى . وكما سبقت الاشارة فى الفصل الخامس عشر تعمل المنشآت المصدرة للأوراق المالية ومعها أعضاء السوق على توفير قدر ملائم من السيولة للأوراق المالية المتداولة .

٤ ـــ عدالة السوق :

يقصد بعدالة السوق Fair Market أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل ، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات . وفى هذا الصدد يشير برنستين (P. 56) إلى أن لجنة الأوراق المالية والبورصة تعمل جاهدة على التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين ، كما أنها تعطى فرصة متساوية لكل من يرغب فى التعامل على ورقة مالية ما . فمثلاً عندما يحدث خلل فى التوازن بين العرض والطلب على ورقة مالية نتيجة ورود أمر ينطوى على طلبية كبيرة للبيع أو للشراء ، فإن ادارة البورصة عادة ما توقف التعامل Trading Halt على تلك الورقة ـــ لمدة ساعة أو أكثر قليلاً ـــ تجنباً لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذى تباع به . هذا التوقف هو بمثابة اعلان لجميع المتعاملين دون استثناء ، بأن هناك خللاً فى التوازن بين العرض والطلب . فلو كان العرض أكبر من الطلب فإن التوقف

يعنى دعوة لكافة المتعاملين الراغبين فى الشراء . أما إذا كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين فى البيع .

وسواء كانت الدعوة للمشترين أو للبائعين فإن من شأنها أن تحقق هدفين : الهدف الأول هو الحد من تدهور سعر الورقة (حالة زيادة العرض عن الطلب) أو الحد من حدوث ارتفاع كبير فيه (حالة زيادة الطلب عن العرض) . أما الهدف الثانى فهو إعطاء جميع المتعاملين فرصة متساوية للاستفادة من الانخفاض المحتمل أو الارتفاع المحتمل فى سعر الورقة ، والناجم عن عدم التوازن بين العرض والطلب . هذا وفى بورصة العقود المستقبلة توضع حدود Price Limits للتغير فى السعر من جلسه إلى أخرى ، وعندما يحدث خلل بين العرض والطلب تعمد ادارة البورصة إلى مواجهته بتجميد الأسعار Price Freezing حتى اليوم التالى ، وذلك على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل السابع عشر .

هذه هى مقومات السوق الجيد كما يراها ريلى وبرنستين . وإذا ما تذكر القارىء سمات السوق الكفء التى عرض لها الفصل الرابع عشر ، لاتضح له أن السمة الأولى (دقة وسرعة وصول المعلومات) والسمة الثانية (كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير) إضافة إلى السمة الرابعة (عدالة السوق) هى من المقومات الأساسية للسوق الكفء . وعليه يمكن القول بأن السوق الجيد فى حقيقة أمره هو ذلك الذى يتسم بالكفاءة ، والذى يحقق السيولة (السمة الثالثة) لما يتداول فيه من أوراق . ولكن هل الكفاءة والسيولة يكمل كل منهما الآخر ، أم أنهما سمتان متعارضتان ؟ هذا ما سوف يجيب عنه القسم التالى .

العلاقة بين السيولة والكفاءة :

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية : تغيرات سعرية عارضة Transitory ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء وتحدث خللاً مؤقتاً بين العرض والطلب ، وتغيرات تعزى لورود معلومات جديدة وهى تدوم وتبقى Permanent إلى أن تصل إلى السوق معلومات أكثر حداثه . وفى ظل النوع

الأول تتأرجح الأسعار فى حدود المدى بين سعر شراء وسعر بيع الورقة Bid & Ask وهو ما قد لا يصحبه تغير فى الهامش Spread ، وحتى إذا ما حدث التغير فعادة ما يكون محدوداً وما يلبث أن يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات (Bernstein, 1987, P. 60) .

وعلى العكس من ذلك فإنه فى ظل النوع الثانى يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديد . وبالطبع تكون الحركة بالزيادة إذا كانت المعلومات سارة ، أما إذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه . ليس هذا فقط بل أن التغير فى السعر قد يكون كبيراً حتى فى ظل الصفقات الصغيرة ، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل (أو التشاؤم) بشأن ربحية المنشأة المصدرة للسهم . وكما سبقت الاشارة فى الفصل الرابع عشر يعد هذا التغيير مؤشراً على كفاءة السوق .

وكما يبدو فإن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون واضحاً فى ظل النوع الأول من التغيرات السعرية . فالتغيرات السعرية التى يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من معلومات ، ومن ثم ينبغى أن تكون فى أضيق الحدود أو لا تكون على الاطلاق ، وهو ما ينسجم مع مفهوم كفاءة السوق كما ينسجم مع متطلبات السيولة . هذا يعنى بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة مثل سمة الانتظام وإجراءات ايقاف التعامل فى حالة وجود خلل بين العرض والطلب ، هى ذاتها أدوات تحقق الكفاءة للسوق خلال الفترات التى لا تصل فيها معلومات جديدة .

ولكن ماذا يمكن أن تكون عليه العلاقة فى حالة ورود معلومات جديدة ؟ فى ظل سمة الانتظام ــ التى هى من متطلبات السيولة ــ سوف لا تقفز الأسعار مرة واحدة إلى مستوى التوازن الذى يعكس القيمة الحقيقية للورقة ، بل ستتحرك رويداً رويداً فى هذا الطريق ، وهو ما يتعارض تعارضاً تاماً معه سمة الكفاءة . فالأسعار لن تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة ، وهو ما يتيح لبعض المتعاملين تحقيق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين . بل ويضيف فاما (Fama, 1989, P. 72) أن البطىء فى الوصول بالأسعار إلى المستوى الذى يعكس القيمة الحقيقية للورقة يعنى ضمنياً أن هدف تخصيص

الموارد المتاحة ـــ الذى يسعى إليه السوق ـــ لن يتحقق بالمستوى المطلوب . باختصار يبدو التعارض واضحاً بين السيولة والكفاءة ، فالسوق الذى يحقق السيولة لما يتداول به من أوراق من شأنه أن يؤدى إلى أضعاف كفاءة السوق What's Needed for a Liquid Market Causes Prices to Be Less Efficient ويجعل أسعار الأوراق المالية مضللة أى لا تعكس المعلومات المتاحة (Black, 1986, P. 532) .

ولمزيد من القاء الضوء على التعارض بين السيولة والكفاءة ، يضيف بلاك (P. 532) أنه إذا كانت تصرفات فريق الضوضاء تخلق السيولة للسوق ـــ على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الأول من هذا الفصل ـــ فإن تصرفاتهم تؤدى أيضاً إلى أضعاف كفاءة السوق . لماذا ؟ لأن سعر الورقة فى ظل وجود هذا الفريق سوف لا يعكس فقط المعلومات المتاحة والتى يتعامل على أساسها فريق المعلومات ، بل سيعكس كذلك الضوضاء التى يتعامل على أساسها فريق الضوضاء . كل ذلك فى الوقت الذى لا يعتقد فيه بأن فريق المعلومات سوف يواجه الموقف باجراء كم كاف من التعاملات ، يكون من شأنه أن يزيل الضوضاء من سعر الورقة .

ولكن لماذا لا يفعلون ذلك رغم أنها فرصة جيدة لتحقيق الربح ؟ يجيب بلاك (P. 532) على ذلك بسببين : حقاً أن المعلومات المتاحة لدى ذلك الفريق تعطيه ميزة على فريق الضوضاء ، ولكن التعامل على أساس المعلومات المتاحة لا يضمن تحقيق الأرباح فى كل مرة يجرى فيها التعامل مع ذلك الفريق ، وهو ما يؤكده دى لونج وزملائه (De Long et al, 1991, P. 18) . وعليه يصبح من غير المتوقع أن يبرم فريق المعلومات صفقات بحجم كبير تقليلاً للمخاطر المحتملة ، ذلك أنه كلما زاد حجم الصفقة كلما زاد حجم المخاطر المحتمل تكبدها . أما السبب الثانى فيكمن فى أنه ليس هناك ما يؤكد للفريق من ذوى المعلومات أنه يتعامل بالفعل على أساس معلومات وليس ضوضاء . فمثلاً إذا كانت الأسعار الجارية تعكس بالفعل ما يتاح لهم من معلومات ، فإن تعاملهم على أساس أن معلوماتهم جديدة ولم تنعكس بعد على الأسعار لا يخرج عن كونه تعامل على أساس ضوضاء .

وهكذا يبدو أن ازالة آثار الضوضاء ــ التى تسببت فى خلق السيولة ــ سوف تمضى بخطى حسيسه ، وهو ما يعنى أن وقتاً طويلاً سوف يمضى قبل أن ينجح فريق المعلومات فى دفع الأسعار إلى مستواها الحقيقى ، وهو ما يتعارض كلية مع الكفاءة التى يسعى السوق إلى تحقيقها . بل ويضيف بلاك (P. 534) أن وجود فريق الضوضاء من شأنه أن يجلب الضوضاء للمعلومات التى يقوم عليها التحليل الأساسى ، والتى يهتدى بها فريق المعلومات فى اتخاذ قراراتهم .

فمن بين النماذج التى يستخدمها الأساسيين Fundamentalists فى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية هى مضاعف الربحية Earning Multiplier الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الحادى عشر ، والذى يحسب بضرب ربحية السهم فى نسبة السعر إلى ربحية السهم . وفى ظل الضوضاء التى يحملها سعر السهم لن يكون تقدير القيمة الحقيقية للسهم سليماً ، وهو ما يعد اخلال بمتطلبات الكفاءة . ليس هذا فقط بل أن كون سعر السهم يتأرجح إلى أعلى وإلى أسفل ، فإن هذا السعر سيكون فى بعض الأحيان أعلى من القيمة الحقيقية وفى أحيان أخرى أقل من تلك القيمة . وإذا ما أخذ فى الحسبان أن الأسهم ذات المضاعف المنخفض هى الأكثر جاذبية لفريق الضوضاء ، فإن هذا يعنى المساس بالاعتقاد السائد الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث عشر ، والذى يقضى بأن العائد من الاستثمار فى تلك الأسهم يفوق دائماً مثيله للأسهم ذات المضاعف المرتفع .

ولكن هل يمكن الاستغناء عن فريق الضوضاء ؟ حقاً أن تصرفاتهم من شأنها أن تضعف كفاءة السوق ، إلا أن غيابهم يعنى أيضاً عدم وجود سوق نشط كما سبقت الاشارة . فالمتعاملين من ذوى المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض ، ومن ثم فإن غياب فريق الضوضاء يعنى بالتبعية هبوط شديد فى تعاملات فريق المعلومات (Black, 1986, P. 533) وهبوط فى حركة السوق بصفة عامة . وهكذا يبدو أن السوق الكفء والذى يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء ، لا يمكن أن يجذب عددا كبيراً من المتعاملين ، وذلك فى الوقت الذى يعد فيه العدد الكبير من المتعاملين أداة من أدوات تحقيق الكفاءة للسوق (Bernstein, 1987, P. 62) .

بل ويضيف برنستين أنه إذا كان السوق الكفء غير جذاب للعديد من المستثمرين ـــ خاصة المستثمرين من ذوى المعلومات ـــ فإن السيولة فى مثل هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى . وإذا ما تذكر القارىء العلاقة العكسية بين السيولة وبين تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة ، فإنه يمكن القول بأن السوق الكفء ـــ الذى عادة ما يضعف السيولة كما سبقت الاشارة ـــ قد لا يؤدى فى بعض الأحيان إلى تخفيض تكلفة الأموال بالنسبة للمنشآت التى تتداول أوراقها المالية فى ذلك السوق .

ولمزيد من التنويه عن التناقض بين السيولة والكفاءة ، يشير برنستين (P. 62) إلى أن العديد من المنشآت يسعى جاهداً إلى تحسين السيولة للأسهم التى تصدرها ، وذلك بالدخول مشترية لتلك الأسهم . ولما كان شراء المنشأة لأسهمها يحمل فى طياته معلومات Information Contents متفائلة بشأن مستقبل المنشأة كما سبقت الاشارة فى الفصل الثالث عشر ، فإن التمادى فى اتباع تلك الاستراتيجية ـــ أى إعادة شراء الأسهم دون أن يكون هناك ما يدعم هذا التفاؤل ـــ من شأنه أن يضعف ثقة المستثمرين فيما تصدره المنشأة من أوراق(٢) . وإذا ما تذكر القارىء أن السوق الكفء هو الذى تعكس فيه الأسعار ـــ آجلاً أو عاجلاً ـــ المعلومات الصحيحة والدقيقة عن المنشأة ، فإنه يمكن أن نستنتج أن كفاءة السوق هى بمثابة قيد على استراتيجية تحسين السيولة من خلال إعادة شراء المنشأة لأسهمها . وهكذا يمكن القول بأن الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار وان السيولة هى الأخرى أداة ضرورية لجعل حركة السوق نشطة ولا غنى للسوق عنهما ، غير أن المشكلة هى أنهما يجدان صعوبة أحياناً فى العيش معاً على أرض واحدة . ولكن هل يمكن لنا أن نحقق ولو قدر من الانسجام بينهما ؟

إتجاهات لزيادة الكفاءة والسيولة فى السوق الأمريكى :

من أبرز الاتجاهات لتحسين الكفاءة والسيولة فى السوق الأمريكية فى

---

(٢) كشفت دراسة بارتوف (Bartov, 1991, P. 293) أن المنشآت عادة ما تحرص على أن يرتبط إعادة شراء أسهمها بمستقبل واعد ، وان اعادة الشراء عادة ما يتبعها تحسن فى عائد السهم وانخفاض فى المخاطر التى يتعرض لها هذا العائد .

العقدين الأخيرين من هذا القرن ترك تحديد قيمة العمولة للتفاوض بين العميل والسمسار ، وادخال أدوات مستحدثة للتعامل ، ووضع لبنات السوق القومية الموحدة ، وفيما يلى نعرض لهذه الاتجاهات بقدر من التفصيل .

أولاً ــ عمولة السمسرة :

قبل أن نعرض لتأثير التفاوض بشأن العمولة على كفاءة وسيولة السوق ، قد يكون من الملائم تقديم عرض تاريخى لتطور قيمة العمولة ، لعل يكون فى ذلك بعض النفع للقائمين على شئون أسواق رأس المال فى عالمنا العربى . نص اتفاق بتنوود Buttonwood Agreement الذى أنشأت بمقتضاه بورصة نيويورك فى عام ١٧٩٢ ، على أن يضاف إلى قيمة الصفقة التى تجرى بين المتعاملين من غير أعضاء البورصة عمولة طبقاً لجدول وضع حدا أدنى لها Minimum Commision Schedule . وفى ذلك الوقت كانت معظم الصفقات تبرم لصالح مستثمرين أفراد ، كما لم يتجاوز حجم الصفقة فى معظم الأحوال عن ١٠٠٠ سهم (Reilly, 1985, P. 95) . .

وبظهور المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار ــ مثل هيئات استثمار أموال المعاشات وشركات التأمين ــ زاد حجم الصفقات فى الوقت الذى لم يطرأ فيه على العمولة أى تغيير . فالصفقة التى تنطوى على ٥٠٠٠ سهم يدفع عنها عمولة تبلغ ٥ أضعاف الصفقة التى تنطوى على ١٠٠٠ سهم ، أى دون أن يكون لاقتصاديات الحجم الكبير أى أثر على مقدار العمولة . باختصار كانت العمولة بنسبة ثابتة ، وذلك فى الوقت الذى لا يوجد فيه تباين يذكر بين الجهد المبذول لتنفيذ أمر ينطوى على عدد محدود من الأسهم وأمر آخر ينطوى على عدد كبير منها .

ولما شعر السماسرة بثقل عبء العمولة على تلك المؤسسات اتبعوا سياسة أطلقوا عليها التخلى Give-Ups وبمقتضاها يتخلى السمسار عن جزء من العمولة ــ وصل فى بعض الأحيان إلى ٨٠٪ من قيمتها ــ إلى بيت سمسرة آخر أو مكتب للدراسات تستعين به المؤسسة فى أنشطة الاستثمار التى تقوم بها . ويطلق على هذا الجزء من العمولة الذى دفعه السمسار نيابة عن المؤسسة

الاستثمارية بالدولارات السهلة Soft Dollars التى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث(٣) . ولم يكن هذا الاجراء كافياً لارضاء تلك المؤسسات ومن ثم فقد اتجهت إلى التعامل فى السوق الثالث ، كما إتجهت للحصول على عضوية البورصات حتى تتمكن من ابرام صفقاتها بنفسها ، وان اقتصر ذلك على البورصات المحلية ، حيث رفضت بورصة نيويورك ذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث أيضاً .

وفى عام ١٩٧٠ اقترحت لجنة الأوراق المالية والبورصة إلغاء العمولة الثابتة Fixed Commission Structure على أن يترك للأطراف التفاوض بشأنها . وعارض أعضاء بورصة نيويورك الفكرة على أساس أن من شأنها أن تخفض حجم العمولة التى يحصلون عليها ، ومن ثم يفقدون الدافع لاجراء جلسات المزاد المستمر Continuous Acutions التى تستهدف مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع . وكحل وسط أصدرت اللجنة فى أبريل من عام ١٩٧١ قاعدة تقضى بقصر العمولة الثابتة على الـ ٥٠٠ ألف دولار الأولى من قيمة الصفقة ، على أن تتحدد العمولة عن باقى الصفقة بالتفاوض . وبعد عام واحد وبالتحديد فى ٢٤ أبريل من عام ١٩٧٢ اقتصر تطبيق العمولة الثابتة على الـ ٣٠٠ ألف دولار الأولى . وأخيراً وفى أول مايو من عام ١٩٧٥ والذى أطلق عليه يوم مايو May Day خضعت العمولة بالكامل للتفاوض .

ويشير ريلى (Reilly, 1985, P. 96) إلى أن خضوع العمولة للتفاوض نجم عنه تخفيض كبير فيما تدفعه مؤسسات الاستثمار . ولقد بلغت قيمة الوفورات ما يعادل ٣٠٪ من العمولة التى كانت تدفع فى ظل نظام العمولة الثابتة . بل ولقد بلغت الوفورات ما يزيد عن ٤٠٪ فى حالة الصفقات الصغيرة نسبياً (٢٠٠٠ سهم تقريباً) التى تجرى على أسهم نشطة No Brainers مثل أسهم شركة IBM وشركة التليفون والتلغراف الأمريكية AT & T . بل وفى بعض الأحيان يتم التفاوض على أساس عمولة محددة (بضع سنتات) لكل سهم

---

(٣) لا ترتبط الدولارات السهلة بالصفقة التى أبرمت مع المؤسسة ، بمعنى أن الخدمات التى قدمها بيت السمسرة الآخر أو مكتب الدراسات قد لا ترتبط بالصفقة التى مُنِحَ عليها خصم فى قيمة السمسرة .

بصرف النظر عن قيمته السوقية ، وهو ما يعنى أن تتمتع المؤسسة بخصم كبير فى حالة الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة .

وإذا كان هذا هو الحال بالنسبة لمؤسسات الاستثمار فإن الوضع يختلف بالنسبة للمستثمرين الأفراد . فالوفورات فى ظل التفاوض محدودة ، بل وربما زادت العمولة عن ذى قبل ، خاصة فى حالة الصفقات الصغيرة . غير أنه من حسن الحظ ظهر سماسرة الخصم Discount Brokers الذين سبقت الاشارة إليهم فى الفصل الثالث ، والذين قدموا خصماً للمستثمرين الأفراد تتفاوت نسبته بالطبع بتفاوت حجم الصفقة . ويقوم هؤلاء السماسرة بشن حملات اعلانية مكثفة لجذب العملاء من خلال جريدة وول ستريت ومجلة بارونى التى سبقت الاشارة إليهما فى الفصل السادس .

والآن ماذا عن تأثير التحول من العمولة الثابتة إلى العمولة بالتفاوض على سيولة وكفاءة السوق ؟ التأثير واضح سيولة أفضل وكفاءة أعلى أى تحقق النقيضين . فانخفاض العمولة من شأنه أن يشجع على زيادة التعامل مما يؤدى إلى تحقيق الاتساع والعمق لسوق الورقة المالية . كما أن تخفيض العمولة من شأنه أن يسهم فى تحويل مؤشر الكفاءة ــ ولو قليلاً ــ من اتجاه الكفاءة الاقتصادية إلى اتجاه الكفاءة الكاملة على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الرابع عشر .

ثانياً ــ ادخال أدوات مستحدثة للتعامل :

فى مارس من عام ١٩٧٦ أدخلت بورصة نيويورك نظام الكترونى لابلاغ الأوامر (Designated Order Turnaround (DOT يسمح للسمسار ــ الذى يتمتع بعضوية النظام ــ بابلاغ أوامر السوق Market Orders الصغيرة مباشرة إلى المكان الذى يوجد به المتخصص Trading Floor الذى يتعامل فى السهم محل الأمر ، وذلك من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام ، دون أن يمر الأمر بالمقصورة Floor Booth التى يوجد فيها السماسرة الوكلاء . وبمجرد تنفيذ الأمر يقوم المتخصص بابلاغ بيت السمسرة بذلك من خلال طرف الحاسوب أيضاً (Fischer & Jordan, 1987, P. 58) كل ذلك فى خلال فترة لا تتجاوز فى المتوسط دقيقتين (French, 1989, P. 51) . هذا وفى البداية كان

الحد الأقصى لعدد الأسهم التى يتضمنها الأمر ١٠٠ سهم ثم ارتفع بعد ذلك إلى ٥٩٩ سهم .

والآن زادت طاقة النظام وأصبح قادر على تناول أوامر السوق على الأسهم الفردية بحد أقصى ٢٠٩٩ سهم ، ومن ثم فقد أطلق عليه بنظام سوبر دُت Super Dot . ليس هذا فقط بل يقدم النظام الجديد الضمان بتنفيذ الأمر وابلاغ النتيجة لمن أصدره وذلك فى حدود ثلاث دقائق (Hill & Jones, 1988, P. 30) . وإذا لم يبلغ صاحب الشأن فى خلال تلك المدة ، فإن هذا يعد بمثابة رسالة ضمنية بأن الأمر قد تم تنفيذه بالسعر الذى كان يجرى به التعامل فى لحظة صدور الأمر . وإلى جانب ذلك يتعامل السوبر دُت مع أوامر سوق أكبر فى حدود ٣٠٠٩٩ سهم ، ولكن دون ضمان لوقت التنفيذ[٤] . وفى هذا الصدد يشير هل وجونز (P. 30) إلى أن تنفيذ الصفقات فى بورصة نيويورك أصبح يتم من خلال ثلاثة منافذ : أوامر صغيرة فى حدود ٢٠٩٩ سهم وتنفذ من خلال السوبر دُت ، وأوامر متوسطة وتنفذ من خلال المتخصصين ، ثم الأوامر الضخمة التى تزيد عن ١٠٠٠٠ سهم وتنفذ من خلال تجار الصفقات الكبيرة .

هذا ويشير فيشر وجوردان (Fischer & Jordan, P. 59) إلى نظام آخر معمول به فى البورصة الأمريكية ، تبلغ من خلاله أوامر السوق اضافة إلى الأوامر الكسرية أى التى يقل فيها عدد الأسهم عن ١٠٠ سهم . كما توجد أنظمة أخرى فى بورصة فيلادلفيا وبورصة الباسفيك لا ترسل من خلالها الأوامر فحسب ، بل وتنفذ أيضاً آلياً أى دون حاجة إلى الحصول على تأكيد ـــ بالتنفيذ ـــ من صانع السوق الذى أرسل إليه الأمر . ولا يقتصر التطور على تلك الأساليب بل ظهر أيضاً ما يسمى بالمتاجرة بالحزمة ، والمراجحة بين السوق الحاضرة وسوق العقود ، وتأمين المحفظة وهى أساليب مستحدثة سنعرض لها فى الفصل الثامن عشر .

---

(٤) يتعامل نظام سوبر دُت فى الأوامر التى يتضمن كل منها أسهم منشأة واحدة . بمعنى أنه لا يتعامل فى حزمة من أسهم مجموعة من المنشآت Program Trading إلا إذا صدر أمر منفرد لكل سهم فى تلك الحزمة .

ووفقاً للاحصاءات المتاحة فإن حوالى ٤٥٪ من الصفقات فى بورصة نيويورك ، تتم عن طريق ذلك النظام الذى يوفر للمتعاملين عمولة سماسرة الصالة (Fischer & Jordan, 1987, P. 59) وهو ما يترك أثره على كل من السيولة والكفاءة .

ثالثاً — السوق الموحدة :

فى محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال أدخل الكونجرس الأمريكى فى عام ١٩٧٥ تعديلات على قوانين الأوراق المالية Securities Acts Amendments أعطيت بمقتضاها لجنة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسواق رأس المال — المنظمة وغير المنظمة — فى سوق قومى واحد (National Market System (NMS وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات الكترونية ، من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المعنية . هذا اضافة إلى إتاحة أفضل فرصة ممكنه للمستثمرين لأن يبرموا الصفقات فى ظل أفضل الشروط (Sharpe, 1985, P. 35) على النحو الذى ستكشف عنه الصفحات التالية .

ويقوم السوق الموحد على أربع ركائز أساسية هى : مركزية التقارير عن كافة الصفقات التى تبرم فى جميع الأسواق عن أسهم مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، ومركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع التى أبرمت على أساسها تلك الصفقات ، ومركزية دفتر الأوامر المحددة ، والمنافسة المفتوحة لكافة صناع السوق لكل ورقة (Reilly, 1985, PP. 105-110; Fischer & Jordan, 1987, PP. 57-61) . وهذه الركائز من شأنها أن تحقق — فى الكثير من الأحوال — السيولة والكفاءة لسوق رأس المال ، وذلك على الرغم من التناقض بين المفهومين على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الثانى من هذا الفصل . هذا وتعرض الصفحات التالية لمتطلبات كل ركيزة من الركائز الأربع ، وبيان ما تم بشأنها حتى الآن .

١ — مركزية التقارير والمعلومات :

تتطلب مركزية التقارير Centralized Reporting وجود شريط موحد

Consolidated Tape للحاسوب تسجل عليه كافة الصفقات التى أبرمت على كل ورقة مالية مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ، بصرف النظر عما إذا كان التعامل عليها قد تم فى سوق منظمة أو فى سوق غير منظمة . وفى هذا الصدد يشير ريلى (Reilly, 1985, P. 106) أنه ابتداء من ١٦ يونيو من عام ١٩٧٥ بدأت بورصة نيويورك بتشغيل شريط مركزى ، يطلق عليه الشريط المشترك أو المركب Composite Tape يزود المتعاملين بالمعلومات بشأن الصفقات التى أبرمت على أسهم مسجلة فيها . وذلك بصرف النظر عما إذا كانت الصفقة قد أبرمت فى بورصة نيويورك ذاتها أو فى البورصة الأمريكية ، أو فى البورصات المحلية الرئيسية (بوسطون ، ووسط غرب Midwest ، والباسفيك ، وفيلادلفيا) اضافة إلى بورصة سنسناتى بولاية أوهايو ، أو حتى فى السوق غير المنظمة ، أو فى السوق الرابع (Sharpe, 1985, P. 35; Fioscher & Jordan, 1987, P. 58) .

وهكذا يمكن الادعاء أنه بالنسبة للأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك على الأقل ، قد تحقق لها مركزية التقارير (Reilly, 1985, P. 106) التى استهدفته فكرة السوق الموحدة(٥) . أما بالنسبة للأسهم المسجلة لدى بورصات أخرى فإن الصفقات التى تبرم بشأنها تعلن على وجه السرعة من خلال وسائل اتصال أوتوماتيكية خاصة بها . أما الأسهم الغير مسجلة فى أى بورصة والتى يتم التعامل عليها فى السوق غير المنظمة فَتُعْلَنْ الصفقات التى تجرى عليها من خلال النظام الآلى الذى يطلق عليه نازداك NASDAQ والذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الثالث (Fischer & Jordan, 1987, P. 58) . وبالطبع لا ترقى الخدمة التى تقدمها تلك الأسواق ، إلى مستوى الخدمة التى تقدمها بورصة نيويورك للأسهم المسجلة فيها .

---

(٥) كما يبدو فإن التقارير بشأن الصفقات التى تبرم على الأسهم المسجلة فى البورصات الأخرى — خلاف بورصة نيويورك — وأيضاً الأسهم المسجلة فى السوق غير المنظمة ليست ضمن الشريط المشترك أو المركب ، ولكنها تعنى على أى حال أن هناك وسيلة آلية يمكن أن يحصل المتعاملين من خلالها على المعلومات بشأن بعض الصفقات ، أى الصفقات التى تبرم على أسهم مسجلة فى بورصة نيويورك .

٢ ــ مركزية المعلومات عن الأسعار :

تعنى مركزية المعلومات عن الأسعار Centralized Quotations إتاحة الفرصة للمتعامل فى سوق ما ، أن يعرف سعر البيع وسعر الشراء Bid-Ask الذى نفذت بها الصفقات لدى كل صانع سوق فى الأسواق المنظمة أو غير المنظمة لحظة بلحظة . مثل هذه المعلومات من شأنها أن تتيح للسماسرة تقديم خدمة جيدة لعملائهم . إذ يمكنهم معرفة الأسعار فى كافة الأسواق ، ثم تنفيذ الصفقة لدى صانع السوق الذى يمكن أن يسفر التعامل معه على أكبر ربح أو أقل خسائر للعميل .

وقبل عام ١٩٧٨ كانت المعلومات عن الأسعار التى تمت بها الصفقات متاحة فقط لدى المتخصصين فى كل بورصة ، وذلك عن الأسهم المسجلة فيها وللصفقات التى أبرمت على أرضها فقط (Fischer & Jordan, 1987, P. 58) . وبحلول عام ١٩٧٨ أصدرت لجنة الأوراق المالية والبورصة تعليماتها لكافة البورصات المسجلة بأن تعمل على جعل أسعار الصفقات متاحة ، بالشكل الذى يمكن معه ربطها بنظام الخدمة الموحدة للأسعار Consolidated Quotations Service (CQS) الذى يتيحها بدوره لجميع المتعاملين . وفى عام ١٩٧٩ انضم الاتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية لعضوية النظام المذكور .

وفى سنة ١٩٧٨ أيضاً أدخل نظام آخر هو نظام المتاجرة بين الأسواق Intermarket Trading System (ITS) الذى أتاح الفرصة للسماسرة وصناع السوق ــ فى البورصات الأعضاء فى النظام ــ أن يرسلوا أوامر البيع والشراء إلى أسواق أخرى مشتركة أيضاً فى النظام ، وتتداول فيها الورقة المالية محل الأمر . ويتمثل النظام المذكور فى خدمة مركزية من خلال أطراف الحاسوب ، تشترك فيه البورصتين المركزيتين أى بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية ، اضافة إلى الأربع بورصات المحلية الرئيسية (بوسطن ، ووسط غرب ، وباسفيك ، وفيلادلفيا) . ومن خلال طرف الحاسوب يمكن لكل سمسار أو صانع سوق فى أى من تلك البورصات أن يقرأ على الشاشة الأسعار لكافة الصفقات التى أبرمها السماسرة وصناع السوق ، ليس فقط فى البورصة التى هو عضو فيها بل وأيضاً فى كافة البورصات المشتركة فى النظام (Fischer & Jordan, 1987, P. 59; Reilly, 1985, P. 106) .

فمثلاً يمكن لسمسار الصالة فى بورصة نيويورك الذى يحمل أمراً بالبيع أو الشراء ، أن ينظر على إحدى شاشات الحاسوب الخاصة بالنظام ITS Television Monitor والمنتشرة على مقر المتخصص Trading Post الذى يتعامل فى الورقة محل الأمر ، ليعرف السعر الذى تمت به آخر صفقة ، والهامش الذى يحصل عليه المتخصص فى البورصة التى يعمل بها السمسار ، وأفضل الأسعار المتاحة فى الأسواق الأخرى . ولو أتضح له أن السعر فى بورصة بوسطن مثلاً هو الأفضل ، فيمكنه الاتصال من خلال طرف الحاسوب بالبورصة المذكورة . وإذا ما قبل صانع السوق هناك تنفيذ الأمر ، يقوم باخطار السمسار فى بورصة نيويورك من خلال رسالة يزودها لطرف الحاسوب الخاص بالنظام . كما يقوم فى نفس الوقت بتزويد نظام الخدمة الموحدة للأسعار CQS بالسعر الذى تمت به الصفقة ، ليصبح متاحاً لجميع صناع السوق فى كافة البورصات المشتركة فى ذلك النظام (Reilly, 1985, P. 59) . يلى ذلك حصول الطرفين فوراً على تأكيد باتمام الصفقة Confirmation .

وفى نهاية اليوم تحصل كل بورصة — من خلال أطراف الحاسوب — على معلومات كاملة عن الصفقات التى أبرمت من خلال النظام ، بما يتيح لكل سمسار الفرصة لإنهاء وتسوية الصفقات التى أبرمها Clearance and Settlement Procedures على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الرابع (Reilly, 1985, P. 107) ودون حاجة إلى إجراءات اضافية (Fischer & Jordan, 1987, P. 59) . على أن ما يؤخذ على النظام المذكور أنه لا يتوافر له الامكانيات التى تتيح تنفيذ الأوامر آلياً Automatic Execution على أساس أفضل سعر متاح . بل ينبغى إجراء الاتصال أولاً بالطرف الآخر للتأكد من استعداده لابرام الصفقة بالسعر المعروض (Reilly, 1985, P. 107) فإذا ما رفض انتهى الأمر ، أما إذا قبل فيتم ابرام الصفقة واستيفاء الاجراءات التى سبقت الاشارة إليها .

كذلك هناك النظام القومي للمتاجرة فى الأوراق المالية National Securities Trading System (NSTS) الذى تضطلع به بورصة سنسناتى بولاية أوهايو . وفى ظل هذا النظام يكون لكل سمسار الحق فى أن يُدْخِل عبر طرف الحاسوب الخاص به سعر البيع أو سعر الشراء الذى يطرحه لورقة مالية ما ، اضافة إلى

الأوامر المحددة Limit Order التى يرغب فى تنفيذها على تلك الورقة ، والتى ينبغى أن تكون ضمن الأسهم الستة عشر المسجلة على ذلك النظام وكلها أسهم متداولة فى بورصة نيويورك . وعلى عكس الاتس ITS فإنه يمكن تنفيذ الأوامر آلياً على النستس NSTS بناء على السعر المعلن عنه على شاشة الحاسوب المرتبطة بالنظام (Reilly, 1985, P. 107) . وكما يبدو فإنه لا يوجد للمتخصص (أحد صناع السوق) دور فى بورصة سنستانى التى يعمل بها هذا النظام ، وذلك طالما أن الأوامر المحددة أصبح تنفيذها آلياً بمجرد وصول سعر السوق إلى السعر المحدد فى الأمر (Fischer & Jordan, 1987, P. 59) دون حاجة إلى تسجيلها فى دفتر الأوامر المحددة لدى المتخصص ، والذى سيشار إليه فى الصفحات التالية .

كذلك هناك نظام يطلق عليه النظام الداخلى Inside System وهو نظام يمكن من خلاله تنفيذ الأوامر آلياً ، وذلك بالنسبة للأسهم المتداولة فى السوق غير المنظمة . وعلى عكس نازداك NASDAQ الذى يقتصر دوره على تزويد المتعاملين بالأسعار التى تم التعامل عليها وسجل بالصفقات التى أبرمت ، فإن النظام الداخلى يتيح للمتعاملين إدخال أوامر البيع والشراء وتلقى تأكيدات بابرام الصفقات من خلال النظام نفسه . هذا ويتولى أمر النظام بورصة وسط غرب للأسهم Midwest Stock Exchange حيث يتم تنفيذ الأوامر على أساس الأسعار الجارية المعلنة من خلال نازداك (French, 1989, P. 51) .

وهكذا فإن وجود الخدمة الموحدة للأسعار ، ونظام المتاجرة بين الأسواق ، والنظام القومى للمتاجرة فى الأوراق المالية ، اضافة إلى النظام الداخلى يعنى بكل بساطة أن متطلبات مركزية المعلومات عن الأسعار قد توافرت ، بل وأنها تعمل بنجاح (Reilly, 1985, PP. 107-108) .

٣ ــ مركزية دفتر الأوامر المحددة :

تعنى مركزية دفتر الأوامر المحددة Central Limit-Order Book (CLOB) أن تسجل كافة الأوامر المحددة لكافة صناع السوق فى البورصات فى دفتر واحد يحفظ فى حاسوب مركزى . وبالطبع يكون النظام قد حقق قمة الكفاءة

لو أتيح الدفتر للمستثمرين والمضاربين ، والسماسرة ، وصناع السوق من متخصصين وتجار فى كافة الأسواق منظمة كانت أو غير منظمة . وكخطوة على طريق تنفيذ الفكرة أقترحت لجنة الأوراق المالية والبورصة قاعدة Rule تقضى بالعمل بذلك الدفتر ، على أساس أن التكنولوجيا المطلوبة متاحة من خلال النظام القومى للمتاجرة فى الأوراق المالية NSTS الذى سبقت الاشارة إليه (Reilly, 1985, P. 108) .

أما بالنسبة لوظيفة النظام فيشير ريلى (P. 108) إلى اقتراحين بشأنها هما : المركزية القاسية والمركزية اللينة . ويقصد بالمركزية القاسية لدفتر الأوامر المحددة Hard CLOB أن يتاح الدفتر لكافة صناع السوق وان تنفذ الأوامر آلياً من خلاله أى باستخدام أطراف الحاسوب التى يقوم عليها النظام . فبمجرد وصول سعر السوق إلى السعر المحدد يتم تنفيذ الصفقة فوراً ، ودون إجراء أى اتصالات اضافية . أما المركزية اللينة لدفتر الأوامر المحددة Soft CLOB فبمقتضاها يتاح الدفتر للمتخصصين وفئة معينة من صناع السوق ، باستثناء صناع السوق لبورصة نيويورك فلهم الحق جميعاً فى استخدام النظام . غير أنه فى النظام اللين لن يكون هناك تنفيذ آلى للأوامر ، وهو ما يعنى ضرورة الاتصال بصانع السوق للتأكد من استعداده لتنفيذ الصفقة بالسعر المعلن عنه .

ومن سوء طالع المستثمرين وباقى صناع السوق يرفض المتخصصين فى بورصة نيويورك ــ دفاعاً عن مصالحهم ــ النظام المقترح حتى فى صورته اللينة . ذلك أن ما يجرى به العمل الآن هو تسجيل الأوامر المحددة فى دفتر المتخصص فى بورصة نيويورك ، وعندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد فى الأمر ، يقوم المتخصص بالتنفيذ فى مقابل حصوله على عمولة . أما فى ظل النظام المقترح سينكمش دور المتخصص ، وسيضيع عليه جزء من العمولة التى كان يحصل عليها .

وغنى عن البيان أنه لو نجحت لجنة الأوراق المالية والبورصة فى جعل النظام حقيقة واقعة لأصبحت المنافسة أشد مما يعنى كفاءة أعلى للسوق . ليس هذا فقط بل أن التحول من النظام اليدوى إلى النظام الآلى فى تنفيذ الأوامر المحددة ــ من خلال الدفتر المذكور ــ يعنى تخفيض تكلفة المعاملات ، مما

يزيد من عمق واتساع السوق اضافة إلى رفع مستوى كفاءته . كما يتوقع فى ظل النظام المقترح كذلك ، أن يتحقق مبدأ الأولوية فى تنفيذ الأوامر المحددة بطريقة أكثر فاعلية ، وهو ما يشجع على استخدام تلك الأوامر كبديل عن أوامر السوق ، ولذلك أهميته أيضاً لسيولة السوق وكفاءته . فأمر السوق — كما سبقت الاشارة إليه فى الفصل الرابع — يعنى قبول أى سعر معروض وهو أمر قد ينطوى على احداث تذبذب فى الأسعار ويترك بالتالى أثراً سلبياً على السيولة ، كما يترك أيضاً أثراً سلبياً على كفاءة السوق طالما أن التغير فى السعر لا يعزى لورود معلومات جديدة ، بل ربما يعزى إلى مستثمرين مندفعين لابرام صفقات بيع أو شراء (Schwartz, 1991, P. 49) .

٤ — المنافسة المفتوحة :

أما الركيزة الرابعة للسوق الموحد فهى المنافسة المفتوحة Free and Open Competition بين كافة صناع السوق ، بمعنى أن لا يقتصر التعامل فى الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين . فلكل من يتوافر لديه حد أدنى مطلوب من رأس المال أن يمارس مهنة صانع السوق لأى ورقة مالية ، طالما يلتزم بالممارسات الأخلاقية المنصوص عليها بالقوانين والقرارات المنظمة . مثل هذا السوق من شأنه أن يسهم فى سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين فيه ، إضافة إلى مساهمته فى تخفيض هامش الربح الذى يطلبه صناع السوق ، مما يحقق السيولة المطلوبة للأوراق المالية كما يرفع من كفاءة السوق .

واعترض المتخصصون فى بورصة نيويورك على فكرة السوق المفتوحة إذ يعتقدون فى أن المزاد المركزى Central Auction هو الأسلوب الناجح لابرام الصفقات . فبمقتضاه تتجمع كافة الأوامر فى مكان جغرافى واحد مما يجعل السعر الذى تبرم على أساسه الصفقة أكثر عدالة . ويشير هؤلاء فى ذلك إلى القاعدة ٣٩٠ Rule 390 التى صدرت بغرض تدعيم المزاد المركزى . وتقضى هذه القاعدة بأنه ما لم تستثنى ورقة مالية معينة ، لا يجوز لأعضاء البورصة التعامل فى خارج السوق على ورقة مسجلة فيه إلا بعد الحصول على إذن بذلك من ادارة البورصة .

وكما يبدو فإن هذه القاعدة تعد عقبة أمام السوق المفتوحة . ومن حسن الطالع أن لجنة الأوراق المالية والبورصة تمكنت من كسر حدتها ، وذلك بإصدار قرار يقضى بأن تعفى من القاعدة ٣٩٠ الأوراق المالية التى تتضمنها طلبات التسجيل الجديدة . وبحلول عام ١٩٨٤ كان هناك ٣٠٠ سهم مسجلة فى بورصة نيويورك ويسمح بالتعامل عليها خارج البورصة (Reilly, 1985, P. 110) . ومما يذكر أن بورصة لندن قد حققت سبقاً فى هذا الصدد . فمنذ أكتوبر من عام ١٩٨٦ أصبحت المنافسة مفتوحة تماماً فى ظل ما يطلق عليه بالدفعة الكبيرة Big Bang وهو ما يعد بمثابة أمل للسوق الأمريكية (Meltze, 1989, P. 3; Bernstein, 1987, P. 61) وذلك على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل الثامن عشر .

وأخيراً نختتم هذا القسم بالاشارة إلى أنه إذا كانت هناك اتجاهات لتحسين سيولة وكفاءة السوق ، فإن هناك اتجاهات تأخذ السوق إلى اتجاه مضاد . من أبرزها تعاملات المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار . فضخامة حجم الصفقات التى تبرمها تلك المؤسسات تحدث تأثيراً على الأسعار حتى فى ظل عدم ورود معلومات جديدة . ليس هذا فقط بل أن تفضيل تلك المؤسسات لأسهم من نوع معين ، أى أسهم الشركات الكبيرة أو المتنامية على النحو الذى سبقت الاشارة إليها فى الفصل الثالث عشر ، قد خلق ما يسمى بالسوق الطبقى Tiered Market . ويقصد به السوق الذى فيه يبدى المستثمر استعداده لدفع مبلغ أكبر لسهم ما دون سهم آخر ، رغم تماثلهما من حيث المخاطر والعائد . وهذا هو ما تحدثه تلك المؤسسات فهى تدفع سعراً مرتفعاً للأسهم التى تفضلها ، دون أن يكون لذلك ما يبرره (Reilly, 1985, PP. 100-101) .

استراتيجيات مقترحة لتحسين سيولة وكفاءة السوق :

عرض القسم السابق لعدد من الاستراتيجيات التى نفذت بغرض تحسين سيولة وكفاءة السوق ، وفى هذا القسم نعرض لعدد من الاستراتيجيات المقترحة فى ذلك الشأن . غير أننا سنقتصر فى هذا المقام على استراتيجيتين أساسيتين احداهما تتعلق بالصفقات التى تبرمها المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار ، والأخرى تتعلق بالشراء النقدى الجزئى . ذلك أن هناك

استراتيجيات مقترحة كثيرة ، غير أنها تتعلق بأسواق العقود المستقبلة التى لا يبدو أن لها مكان فى عالمنا العربى حتى الآن على الأقل . وعلى العموم سوف نعرض لبعض هذه الاستراتيجيات فى الفصل السابع عشر .

أولاً — صفقات المؤسسات المتخصصة :

من الظواهر الحديثة فى أسواق رأس المال ارتفاع متوسط قيمة الصفقات التى تبرمها المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار مثل شركات الاستثمار ، وشركات التأمين ، وهيئات ادارة أموال المعاشات وذلك فى الوقت الذى لم يحدث فيه تغيير فى الحد الأدنى من رأس المال الذى يلتزم صانع السوق بتوفيره ، بما يضمن قدرته على الاضطلاع بمثل هذه الصفقات . ولقد كان من نتيجة ذلك وجود أوامر شراء وأوامر بيع حائرة تنتظر التنفيذ (Rubinstein, 1988, P. 42) مما يعتقد معه البعض أنها كانت أحد أسباب حدوث أزمة يوم الاثنين الأسود ، التى سنعرض لها فى الفصلين السابع عشر والثامن عشر . وفى مواجهة تلك المشكلة يقترح رونبستين (PP. 43-44) عدداً من الاستراتيجيات نذكر منها فى هذا الصدد استراتيجية الشمس المشرقة ، وعقد جلسات مزاد دورية ، ويضيف شورتز (Schwartz, 1991, P. 48) ايقاف التعامل للحظات .

١ — استراتيجية الشمس المشرقة :

تقضى استراتيجية متاجرة الشمس المشرقة Sunshine Trading Strategy أن يقوم كبار المستثمرين بالاعلان مسبقاً عن رغبتهم فى شراء أو بيع ورقة مالية معينة . مثل هذا الاعلان من شأنه أن يتيح للسماسرة فسحة من الوقت للبحث عن المستثمرين الذين يرغبون فى بيع (أو شراء) الورقة المعنية ، بما يتيح لها فرصة تسويقية أفضل ويخفف فى نفس الوقت من عبء السيولة الملقى على عاتق صناع السوق . وبالطبع يتوقع أن يعارض المتخصصين فى الأسواق المنظمة مثل هذا الاقتراح ، على أساس أن من شأنه أن يؤدى إلى حرمانهم من ابرام صفقات لأوراق مالية متداولة فى السوق الذى يعملون فيه . ففى غياب هذه الاستراتيجية يكون الاحتمال أكبر فى أن يكون الطرف الثانى للصفقة (بيعاً أو شراءً) واحد من هؤلاء المتخصصين .

٢ ـ جلسات المزاد الدورية ذات السعر الواحد :

فى بورصة نيويورك تجرى جلسة مزاد واحدة عند الافتتاح . وفى هذه الجلسة يتم تجميع كافة أوامر البيع وكافة أوامر الشراء ليتم تنفيذها بسعر واحد محدد Single-Price Auction يمثل أقصى سعر يقدمه مشترى وأقل سعر قبله بائع أى سعر التوازن الذى يقبله الطرفين(٦) . وفى هذا المزاد تنفذ كافة أوامر السوق ، كما تنفذ كافة أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من ذلك السعر (سعر التوازن) وكافة أوامر البيع المحددة بسعر أقل من ذلك السعر . وفى حالة حدوث خلل بين العرض والطلب (أى بين أوامر البيع وأوامر الشراء) يتم الاعلان عن ذلك الخلل بما يتيح فرصة للمستثمر ـــ حتى نهاية اليوم ـــ لاعادة النظر فى الأمر الذى سبق اصداره ، إذ قد يستبدل أمر البيع بأمر شراء أو العكس ، أو قد يعيد النظر فى الكمية التى يتضمنها الأمر .

وفى هذا الصدد يقترح روبنستين (P. 43) أن تعقد جلسات المزاد أكثر من مرة خلال اليوم . مثل هذه الاستراتيجية من شأنها أن تخفف العبء على صناع السوق لتوفير السيولة ، كما تقلل فرصة تعرضهم للخسائر خلال الفترات التى تتسم فيها الأسعار بعدم الاستقرار . ويضيف شوارتز (Schwartz, 1991, P. 48) أن مثل هذه الجلسات من شأنها أن تستوعب الطلبيات الكبيرة Block Trading بأقل قدر من التأثير على الأسعار . مرة أخرى يتوقع أن تواجه تلك الاستراتيجية باعتراض من المتخصصين ، إذ تضيع عليهم فرصة الكسب الذى كان يمكن أن يحققونه لو أنهم قاموا بأنفسهم بازالة الخلل .

٣ ـ ايقاف التعامل :

يسهم ايقاف التعامل Trading Halt لبعض الوقت فى تحقيق ذات المزايا التى تحققها استراتيجية الشمس المشرقة(٧) ، إذ تعلن ادارة البورصة قرار ايقاف

(٦) يختلف هذا المزاد عن المزاد المستمر Continuous Auction والجزئى الذى يتولى أمره المتخصص فى كل مرة يصل إليه أمر بيع أو أمر شراء على الورقة المالية المعنية التى يتعامل فيها .

(٧) يعتبر ايقاف التعامل احدى أدوات قطع التعامل Circuit Breaker على الورقة المالية . أما الأداة الثانية فهى وضع حد أقصى للتغير فى السعر Price Limits وهو النظام المعمول به فى بورصة العقود المستقبلة ، على النحو الذى سنشير إليه فى الفصل الثامن عشر .

التعامل عندما يحدث خلل بين العرض والطلب (Schwartz, 1991, P. 48) وذلك فى محاولة لتجميع عدد أكبر من البائعين أو المشترين حسب الأحوال . ويتفق شوارتز مع الانتقادات التى توجه لايقاف التعامل لفترة طويلة ـــ وهو ما سوف نشير إليه فى الفصل السابع عشر ـــ ويعتقد أن فترة أيقاف لبضع دقائق ربما تكون كافية لتحقيق الغرض المنشود .

ليس هذا فقط بل ويقترح شوارتز (P. 48) أيضاً السماح بدخول المنشأة المصدرة للورقة لشرائها من البورصة إذا ما ارتأت ذلك وعلى أن تكون الكمية المشتراه فى حدود معينة توضع قواعد بشأنها . ويعترض برنستين (Bernstein, 1987, P. 62) على هذه الفكرة على أساس أن شراء المنشأة لأسهمها يعنى ضمنياً أن هناك تفاؤل بشأن ربحيتها المستقبلة ، وعليه فإن قرار شراء الأسهم القائم على غير أساس من التفاؤل ، سوف يؤدى إلى ضعف ثقة المستثمرين فيما تصدره المنشأة من أوراق ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى القسم الثانى من هذا الفصل . وفى هذا الصدد تشير دراسة حديثة (Bortov, 1991, P. 293) إلى ادراك المنشآت لهذه المشكلة ، وانها لا تدخل مشتريه لأوراقها المالية إلا إذا كان هناك ما يدعوها إلى الاعتقاد فى تحسن متوقع فى الربحية أو انخفاض فى المخاطر التى تتعرض لها .

ثانياً ـــ هامش الشراء النقدى الجزئى :

يعترض روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 44) على اصرار البنك المركزى الأمريكى على جعل الهامش المبدئى وهامش الصيانة ـــ اللذان سبقت الاشارة إليهما فى الفصل الرابع ـــ بنسبة ٥٠٪ ، ٣٠٪ على التوالى . وذلك فى حين أن الهامش فى العقود المستقبلة التى يتضمن كل منها تشكيلة من الأسهم Speculative Maintenance Margins in Index Futures Contracts منخفضاً كثيراً عن ذلك ولا يتجاوز ٧٪ . هذا الفارق ليس له ما يبرره . حقاً أن تأثير فروق الأسعار فى بورصة العقود المستقبلة يتم تسويتها يومياً من خلال أنظمة البورصة ذاتها ، إلا أن السمسار فى السوق الحاضرة يقوم بنفسه بمعرفة موقف العميل Marketing-to-Market ومطالبته بزيادة الهامش عندما يقتضى الأمر ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الرابع .

أما الادعاء بأن التعامل على أساس الشراء النقدى الجزئى فى السوق الحاضرة يكون على سهم واحد مما يعنى مخاطر أكبر ، قياساً بالمخاطر التى تكتنف الشراء النقدى الجزئى لتشكيلة من الأسهم فى سوق العقود المستقبلة ، فإن الادعاء مردود عليه بأن الفرق فى الهامش كبير ولا يتناسب مع التباين فى حجم المخاطر . لذا يقترح روبنستين ضرورة تخفيض الهامش المبدئى وهامش الصيانة فى السوق الحاضرة ، وهو أمر من شأنه أن يحقق تعاملاً نشطاً على الأوراق المالية المتداولة فى السوق ، بالقدر الذى يحقق لها مستوى ملائم من السيولة ، كما يحقق للسوق ذاته مستوى عال من الكفاءة .

الخلاصـــة :

من الأمور المثيرة للاهتمام أن السيولة لا يخلقها المستثمر الذى يتعامل على أساس من معلومات ، بل يخلقها المستثمر الذي يتعامل على أساس من الضوضاء . ذلك أنه لو كان كل المتعاملين يمتلكون معلومات لما كانت حركة أسواق رأس المال نشطة على الاطلاق . فوجود مستثمرين يتعاملون على أساس ضوضاء ، هو الذى يشجع المستثمرين من ذوى المعلومات على ابرام الصفقات . ومع هذا فإن تعاملات فريق الضوضاء من شأنها أن تبطىء حركة الأسعار فى اتجاهها نحو القيمة الحقيقية للورقة المالية ، مما يعنى أن الأسعار فى معظم الأحيان لا تعكس فقط المعلومات ، بل تعكس كذلك الضوضاء التى جلبها هذا الفريق . ليس هذا فقط بل أن سمة الانتظام التى تعتبر ذات أهمية للسيولة تعد عائقاً فى طريق كفاءة السوق . هذا يعنى فى النهاية وجود قدر من التناقض بين المفهومين .

وتناضل السوق الأمريكية لتحقيق السيولة والكفاءة من خلال اتباع عدد من الاستراتيجيات . فى مقدمتها الغاء العمولة الثابتة وجعل العمولة تتحدد على أساس التفاوض . كما أدخلت بعض الأسواق أدوات مستحدثة لتيسير ابرام الصفقات . وفوق كل هذا وذاك هناك الجهود لاقامة السوق الموحدة التى تحقق مركزية التقارير والمعلومات عن الصفقات ، ومركزية المعلومات عن الأسعار ، ومركزية دفتر الأوامر المحددة ، والمنافسة المفتوحة . بل وما زال هناك مجال لاستراتيجيات أخرى محتملة تتعلق بتنفيذ الصفقات الضخمة منها استراتيجية الشمس المشرقة ، وجلسات المزاد الدورية ، وايقاف التعامل للحظات . هذا إلى جانب مقترحات بشأن الشراء النقدى الجزئى .

الباب السادس
أزمة يوم الاثنين الأسود والتحدى

تناول الباب الخامس كفاءة أسواق رأس المال وتأثير السيولة على تلك الكفاءة . وقد أشرنا حينذاك إلى أن كفاءة الأسواق هى سمة ضرورية لبقائها واستمرارها ، وإن كانت درجة الكفاءة تختلف من سوق إلى آخر . وتعنى كفاءة السوق أن التغيير فى أسعار الأسهم المتداولة فيه ، يتوقف على المعلومات المتاحة عن ربحية المنشآت وعن المخاطر التى تتعرض لها تلك الربحية . وحتى إذا ما حدثت تغييرات سعرية دون أن يكون لها ما يبررها ــ مثل تلك التى يحدثها فريق الضوضاء ــ فإن سمة الانتظام والأدوات المتاحة لضبط حركة الأسعار كفيله باعادة التوازن .

ثم جاء يوم الاثنين الأسود الموافق ١٩ أكتوبر من عام ١٩٨٧ ليكشف عن أن أسواق رأس المال ليس فى الولايات المتحدة فحسب بل وفى كافة أنحاء العالم ، غير قادرة على مقاومة هبوط مفاجىء فى أسعار الأسهم . فأدوات الكفاءة والسيولة المتاحة عجزت عن ايقاف التدهور المضطرد فى الأسعار . وبعد الأزمة كتبت تقارير ونشرت أبحاث لتكشف عن الأسباب ، التى انحصرت فى مجموعتين أساسيتين : مجموعة تتعلق بكفاءة السوق، ونعرض لها فى الفصل السابع عشر ، ومجموعة أخرى تتعلق بعدد من المتغيرات التنظيمية ، ونعرض لها فى الفصل الثامن عشر . وبنهاية هذين الفصلين سيجد القارىء مفاجئه تنتظره . إنها مفاجأة وأى مفاجأة !

الفصل السابع عشر
كفاءة السوق ويوم الاثنين الأسود

كشفت مقدمة الباب السادس الذى نحن بصدده عن أن أسباب أزمة يوم الاثنين الأسود تنحصر فى مجموعة من الأسباب تتعلق بكفاءة السوق وسوف نعرض لها فى هذا الفصل ، ومجموعة أخرى تتعلق بعدد من المتغيرات التنظيمية التى هى فى حقيقة الأمر أدوات للكفاءة والسيولة ، وسنعرض لها فى الفصل الثامن عشر . وفى تناولنا للمجموعة الأولى من الأسباب قد يكون من الملائم أن نمهد لها من خلال عرض وصفى للأحداث التى صاحبت تلك الأزمة وهو ما سوف يخصص له القسم الأول من هذا الفصل ، يتبعه ثلاثة أقسام متتالية من الثانى حتى الرابع حيث يعرض كل منها لسيناريو مختلف عن علاقة الأزمة بالكفاءة . ثم نختتم الفصل بالقسم الخامس الذى يتناول رؤية لمفهوم الكفاءة على ضوء أزمة أكتوبر .

إطار وصفى للأزمة :

من بين الادعاءات التى سادت أبان أزمة يوم الاثنين الموافق ١٩ أكتوبر من عام ١٩٨٧ ــ والذى أطلق عليه منذ ذلك الحين بيوم الاثنين الأسود Black Monday ــ أن الأزمة نشأت أساساً فى أسواق رأس المال فى الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم منها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال فى باقى دول العالم . وتمشياً مع هذا الادعاء سوف نبدأ بوصف الأحداث المصاحبة للأزمة فى الولايات المتحدة ، ثم ننتقل بعدها إلى وصف الأحداث فى باقى أسواق رأس المال الرئيسية فى العالم .

الأزمة فى الأسواق الأمريكية :

بدأت الأزمة فى اللحظات الأولى للافتتاح فى يوم الاثنين الأسود ، وذلك بخلل فى التوازن بين العرض والطلب ليس فى الأسواق الحاضرة فقط Spot (Cash) Market or Stock Market بل وأيضاً فى سوق العقود المستقبلة Future Market . وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له

مثيل (Grossman & Miller, 1988, P. 633) . أما رد فعل السوقين فقد اختلف باختلاف أنظمة العمل فى كل منهما . ففى السوق الحاضرة وعلى الأخص فى بورصة نيويورك يسير العمل على أساس امكانية قيام المتخصص بتأجيل الافتتاح للسهم الذى يتعامل فيه (أى تأجيل التعامل عليه) وذلك إذا ما أدرك أن هناك خلل واضح بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة فى الليلة السابقة ، وأن امكانياته قاصرة عن مواجهته ، بمعنى أنه لا يمكنه ازالة الخلل بتنفيذ الصفقات لحسابه الخاص . مثل هذا التأجيل من شأنه أن يفسح له وقتاً للبحث لدى السماسرة الوكلاء وسماسرة الصالة وتجار الصفقات الكبيرة عن أوامر مقابلة تمكنه من ازالة الخلل .

وفى الظروف العادية عندما يتعلق الخلل بسهم واحد تصبح مواجهته مسألة سهلة إذ لا تستغرق بضع دقائق ، وإن كان هذا على حساب تغيير غير عادى فى القيمة السوقية للسهم ، أى فى مقابل حدوث انخفاض كبير نسبياً فى حالة زيادة العرض (أوامر البيع) عن الطلب (أوامر الشراء) أو ارتفاع كبير نسبياً فى حالة زيادة الطلب عن العرض . وفى يوم الاثنين الأسود كانت المسألة أكبر من ذلك . فالخلل فى التوازن فضلاً عن أنه أصاب كافة الأسهم ، فقد كان كبيراً لدرجة أن المتخصصين فشلوا فى مواجهته من خلال السماسرة ، أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة فى الدور العلوى فى البورصة . وعليه فإنه حتى بعد مضى ساعة كاملة منذ دق جرس الإفتتاح ، لم يبدأ التعامل على حوالى ثلث الأسهم التى يتكون منها مؤشر دو جونز (مثل أسهم شركة آى بى إم IBM وسيرز Sears ، واكسون Exxon) بسبب الخلل الشديد فى التوازن . وهذا بالطبع أمر خطير ، على أساس أن أسهم هذا المؤشر هى لمجموعة من أعرق وأكبر المنشآت فى الولايات المتحدة ، كما سبقت الإشارة فى الفصل السابع .

هذا عن السوق الحاضرة . ولكن ماذا عن سوق العقود المستقبلة ؟. وفقاً لأنظمة ذلك السوق تعكس الأسعار بسرعة فائقة المعلومات المتاحة . فعندما يتضح أن هناك خللا بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة فى الليلة السابقة ، تقفز الأسعار مباشرة فى اليوم التالى إلى السعر الذى يمكن عنده أن تبرم الصفقات . وفى هذا الصدد يشير قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988,

(P. 632 إلى أن التباين فى الأنظمة بين السوقين ترجع لأسباب منطقية . فسوق العقود المستقبلة تتعامل فيه المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار بهدف تغطية المخاطر التى قد يتعرض لها مخزونها من الأوراق المالية ، ومن ثم فإن فورية تنفيذ الأوامر يكون لها مغزى خاص . بمعنى أن تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة فى تلك السوق يكون أكبر بكثير من تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة مماثلة فى السوق الحاضرة . لذا فإنه فى السوق الحاضرة يعطى صانع السوق وقتاً لجهود البحث عن طرف آخر للصفقة ، بما يمكنه من ازالة الخلل وإعادة التوازن . أما فى سوق العقود فإن الوقت مكلف وثمين وأن التغير فى السعر هو الأداة الوحيدة لإعادة التوازن . وهذا ما حدث فى يوم الإثنين الأسود ، إذ انخفضت الأسعار فوراً فى ذلك السوق فى محاولة لاستيعاب الخلل ، ولم يحدث تأجيل للإفتتاح ولو لثانية واحدة .

باختصار فقد انتهى الأمر بهبوط الأسعار فى السوقين ، رغم تباين الأنظمة المعمول بها فى كل منهما . ففى بورصة نيويورك انخفضت أسعار الإفتتاح فى الأسهم التى بدأ التعامل عليها فى يوم الإثنين الأسود (١٩ أكتوبر) بحوالى ١٠٪ عما كانت عليه أسعارها عند الإقفال فى يوم الجمعة (١٦ أكتوبر) . وفى حوالى الساعة الحادية عشرة من صباح يوم الإثنين بتوقيت نيويورك ، كان السواد الأعظم من الأسهم قد بدأ التعامل عليها ، كما بدى كذلك أن السوقين استطاعا بنجاح مواجهة الخلل فى التوازن ، والتخلص من الكم الهائل من أوامر البيع التى تجمعت حتى لحظة الإفتتاح . غير أنه قد بدى كذلك أن الإمكانيات المالية لصناع السوق فى كلا السوقين قد نضبت أو كادت .

ففى بورصة شيكاغو للعقود المستقبلة إنسحب معظم صغار صناع السوق إما إختيارياً ، أو تحت ضغط من المنشآت القائمة على تصفية وتسوية حسابات الصفقات Clearing Firms . وحتى من بقى منهم فلم تكن لديه الرغبة فى الاضطلاع بالصفقات الكبيرة فى هذا السوق المتقلب ، إلا بعد الحصول على خصم ضخم لم يسبق له الحصول عليه من قبل . أما فى بورصة نيويورك فإنه مع وصول سيل جديد من أوامر البيع فى فترة ما بعد ظهر يوم الإثنين بتوقيت نيويورك ، لم يكن لدى صناع السوق قدره على مواجهة الخلل دون أن يترتب

على ذلك هبوط شديد فى السعر الذى يمكن أن تنفذ به الصفقات . باختصار ضعفت سيولة كل من السوق الحاضر وسوق العقود ، وأصبح من المستحيل التنفيذ الفورى للصفقات Supplying Immediacy التى ترد إلى السوق إلا بتكلفة عالية ، تمثلت فى الإنخفاض الشديد فى سعر السهم الذى تتضمنه الصفقة ، وبقدر لم يتعود عليه العملاء من قبل .

وفى هذا الصدد يشير قروسمان وميلر (Grossman & Miller, 1988, P. 632) إلى مؤشرين يشهدان على ضعف سيولة السوق الحاضرة فى ذلك الوقت : أولهما استحالة تنفيذ أمر السوق فى بورصة نيويورك بالسعر المعلن وقت إدخال الأمر . وفى السوق غير المنتظمة لم تكن لوحة إعلان الأسعار فى نظام نازداك NASDAQ Bulletin Board قادرة على ملاحقة التغيير الفعلى فى الأسعار التى تبرم بها الصفقات . أما المؤشر الثانى فهو التأخير فى تنفيذ وتأكيد الصفقات بعد ظهر يوم الإثنين وأيضاً بعد الإفتتاح فى يوم الثلاثاء ٢٠ من أكتوبر . أما فى بورصة العقود فكان الشاهد على ضعف السيولة هو أن الصفقات التى كانت تحرك أسعار السوق من قبل بنقطة واحدة أو نقطتين A Tick or Two أصبحت تحرك الأسعار بعشرة أو عشرين نقطة أو أكثر . واستمر ذلك حتى بعد ظهر يوم الثلاثاء ٢٠ من أكتوبر .

ولم يوقف هذا الإنهيار فى الأسعار السيل المتدفق من أوامر البيع ، بل زادت سرعة تدفقها مما عنى أن الذعر الذى انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيداً من الذعر . وبعد ظهر الثلاثاء بوقت قصير أوقف التعامل فى العديد من الأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك وفى أسواق الاختيار وأيضاً فى سوق العقود المستقبلة . وبدى واضحاً أن الإمكانيات المالية لصناع السوق قد نضبت ، وأن المخرج الوحيد للأزمة هو البحث عن أطراف أخرى من خارج السوق للمساعدة فى إزالة الخلل . وهذا ما حدث بعد ظهر يوم الثلاثاء . فقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها ، كما تدخل البنك المركزى وذلك بحث البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية .

وقرب الإقفال فى يوم الثلاثاء ـــ بتوقيت نيويورك ـــ بدأت أسعار الأسهم تتجه إلى الصعود رويداً رويداً ، وكانت أسعار الإقفال قريبة جداً من مستوى

الأسعار فى ظهر يوم الإثنين ، مما أعاد لصناع السوق جزء لا بأس به من الموارد المالية التى مكنتهم من مباشرة نشاطهم ، وهو ما انعكس إيجابياً على مستويات الأسعار فى الأسواق الأمريكية فى يوم الأربعاء ٢١ من أكتوبر كما سنشير إلى ذلك فيما بعد . هذه باختصار قصة الأزمة فى الأسواق الأمريكية ، والآن ماذا عن الأسواق الأخرى فى باقى أنحاء العالم ؟

الأزمة فى أسواق العالم الرئيسية :

ارتبطت أزمة عام ١٩٨٧ بيوم الإثنين الموافق ١٩ أكتوبر من تلك السنة ، وذلك على الرغم من أن الهبوط فى الأسعار قد حدث بالفعل فى فرنسا ونيوزيلاندا وأسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق فى يوم الأربعاء ١٤ أكتوبر ، ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات (بسبب فروق التوقيت) ليستمر الانخفاض فى كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع أى إلى يوم الجمعة ١٦ أكتوبر (Roll, 1988, P. 22) . غير أن الانخفاض عند الافتتاح فى يوم الإثنين كان كبيراً حيث بلغ فى المتوسط حوالى ٢٢,٦٪ (Leibowitz, 1989, P. 12) مقارنة بأسعار الإقفال فى يوم الجمعة السابق . أما إذا ما أخذ أيضاً فى الحسبان الإنخفاض الذى حدث خلال الفترة من ١٤ إلى ١٦ أكتوبر ، فإن نسبة انخفاض الأسعار فى الأسواق الأمريكية فى يوم الإثنين ترتفع إلى ٣٠٪ أو أكثر (Meltzer, 1989, P. 15) . هذا عن الولايات المتحدة أما بالنسبة لباقى دول العالم فإن الأمر يختلف ، وذلك على النحو الذى تكشف عنه دراسة ريتشارد رول (Roll, 1989) .

فى دراسة شيقه قدم ريتشارد رول (Roll, 1988) وصفاً متميزاً لحركة الأسعار فى الأسواق العالمية ، قبل وخلال أزمة يوم الإثنين الأسود . فلقد كشف (P. 20) عن أن مستوى الأسعار فى أسواق رأس المال الرئيسية فى العالم تميزت بتباين كبير فى سنة ١٩٨٧ ككل ، أما خلال شهر أكتوبر فقد أخذت الأسعار فى كافة الأسواق ذات الاتجاه النزولى وهو ما يوضحه جدول ١٧ ـــ ١ ، الذى يبين قيمة مؤشرات الأسعار فى ٢٣ دولة .

ومن أبرز الحقائق التى يكشف عنها الجدول ما يلى :

١ ـــ إنه خلال عام ١٩٨٧ لم يبدو أى اتساق فى اتجاه التغير فى أسعار السوق ، فبعضها كان موجباً والآخر كان سالباً . أما فى شهر أكتوبر الذى حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار ذات الاتجاه النزولى .

٢ ـــ أنه بمقياس الدولار كان أداء سوق اليابان خلال عام ١٩٨٧ متميزاً ، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعاً يبلغ ٤١,٤٪ . أما أسوأ أداء فكان لسوق نيوزيلاندا حيث سجل المؤشر انخفاضاً نسبته ٢٣,٨٪ .

٣ ـــ وبالنسبة لدولة المكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لعام ١٩٨٧ تحسناً ضئيلاً (٥,٥٪) بالمقارنة بالتحسن المحسوب على أساس العملة المحلية (١٥٨,٩٪) . ويعزى الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية .

٤ ـــ كان التدهور فى قيم المؤشرات فى شهر أكتوبر عاماً . ومع هذا فقد كان الانخفاض (بالعملة المحلية والدولار) عند حده الأدنى فى النمسا والدانمرك واليابان ، بينما كان فى حده الأقصى فى استراليا وبعض دول آسيا ونقصد بها هونج كونج ، وسنغافورا ، وماليزيا .

٥ ـــ بترتيب الدول تصاعدياً من حيث نسبة الانخفاض فى قيم المؤشرات فى شهر أكتوبر ، يأتى ترتيب الولايات المتحدة الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملات المحلية ، بينما يأتى ترتيبها الحادى عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار .

كذلك قام رول (PP. 20-21) بحساب معامل الارتباط للتغير الشهرى الذى طرأ على قيم المؤشرات المحسوبة بالعملة المحلية ، خلال الفترة من يونيو ١٩٨١ حتى سبتمبر ١٩٨٧ ، وهو ما يظهره جدول ١٧ ـــ ٢ ، الذى يشير إلى أن معامل الارتباط كان أعلى من ٠,٧ فى حالتين فقط (الولايات المتحدة مع كندا ، وماليزيا مع سنغافورا) كما كانت قيمة المعامل تزيد عن ٠,٥ فى حالات نادرة . باختصار كان معامل الارتباط بين التغير فى قيم مؤشرات الأسعار فى تلك الأسواق متوسط القوة بصفة عامة .

بعبارة أخرى لم يكن الارتباط بين عوائد المؤشرات من القوة بمكان بما يؤكد على أن التغير فى حركة الأسعار قبل الأزمة لم يكن متقارباً . ويدلل رول

(P. 21) على ذلك بأن معامل الارتباط بين عائد أى محفظتين صغيرتين تضم كل منهما ٥٠ سهم أو أكثر قليلاً ، مختاره عشوائياً من بين أسهم متداولة فى أى من تلك الأسواق ، يتوقع أن يكون أكبر من ذلك بكثير ، وربما لا يقل عن ٠,٩ وفى ١٩ أكتوبر أى فى يوم الإثنين الأسود اختلف الوضع عما كان عليه من قبل ، إذ أصبح معامل الإرتباط بين مؤشرات الأسعار فى تلك الأسواق مرتفعاً بشكل ملحوظ ، كما سنشير إلى ذلك فى القسم الأخير من الفصل الثامن عشر .

ويسترسل رول (P. 22) فى وصف الأزمة حيث يشير إلى أن انخفاض الأسعار الذى ذاقت مرارته كافة الأسواق تركز فى النصف الثانى من شهر أكتوبر . وأن الانخفاض الملموس فى الأسعار ظهر فى الأفق حين أصاب بعض الدول الأوروبية يوم ١٤ أكتوبر بالتوقيت المحلى لتلك الدول ، كما أصاب الولايات المتحدة فى ذات اليوم ولكن بعد بضع ساعات بسبب فروق التوقيت . أما باقى الأسواق فقد تعرضت للإنخفاض فى نهاية الأسبوع أى فى يوم الجمعة ١٦ أكتوبر . ويضيف رول أن الجانب الأكبر من الانخفاض الحاد فى الأسعار فى الأسواق الأمريكية حدث فى يوم ١٩ أكتوبر ، أما فى العديد من الأسواق الأوروبية فقد حدث الإنخفاض الحاد فى الأسعار على يومين أى فى ١٩ ، ٢٠ من أكتوبر وفق توقيت تلك الدول . وكذلك كان الحال بالنسبة لبعض أسواق آسيا وهى هونج كونج وماليزيا وسنغافورا . أما بالنسبة لليابان فلم تتعرض فيها الأسعار لانخفاض كبير إلا يوم ٢٠ أكتوبر شأنها فى ذلك شأن نيوزيلندا واستراليا .

وإذا ما أخذت فروق التوقيت فى الحسبان ، فإنه يمكن القول بأن الانخفاض الحاد فى الأسعار قد حدث أولاً فى الأسواق الآسيوية باستثناء اليابان ، تبعتها أسواق أوروبا باستثناء نيوزيلاندا واستراليا ، ثم أسواق الولايات المتحدة وكندا ، ثم نيوزيلاندا واستراليا واليابان . بعبارة أخرى فقد هز الانخفاض فى الأسعار السواد الأعظم من الأسواق ، قبل أن تفتح أسواق الولايات المتحدة أبوابها فى يوم ١٩ أكتوبر . وهذا يعد بمثابة دحض للإدعاء ، بأن أسواق الولايات المتحدة هى التى جرت باقى أسواق العالم نحو الانخفاض الحاد فى الأسعار ، الذى حدث فى يوم الإثنين الأسود .

جدول ١٧ ـ ١

نسب التغير فى قيم مؤشرات ٢٣ دولة خلال عام ١٩٨٧ ، وخلال أكتوبر من نفس العام

	بالعملة المحلية		بالـــــدولار	
	أكتوبر ١٩٨٧	١٩٨٧	أكتوبر ١٩٨٧	١٩٨٧
استراليا	-٨ر٤١	-٦ر٣	-٩ر٤٤	٧ر٤
النمسا	-٤ر١١	-٦ر١٧	-٨ر٥	٧ر
بلجيكا	-٢ر٢٣	-٥ر١٥	-٩ر١٨	١ر٣
كندا	-٥ر٢٢	٠ر٤	-٩ر٢٢	٤ر١٠
الدانمرك	-٥ر١٢	-٥ر٤	-٣ر٧	٥ر١٥
فرنسا	-٩ر٢٢	-٨ر٢٧	-٥ر١٩	-٩ر١٣
المانيا	-٣ر٢٢	-٨ر٣٦	-١ر١٧	-٧ر٢٢
هونج كونج	-٨ر٤٥	-٣ر١١	-٨ر٤٥	-٠ر١١
ايرلندا	-٦ر٢٩	-٣ر١٢	-٤ر٢٥	٧ر٤
ايطاليا	-٣ر١٦	-٤ر٣٢	-٩ر١٢	٣ر٢٢
اليابان	-٨ر١٢	٥ر٨	-٧ر٧	٤ر٤١
ماليزيا	-٨ر٣٩	٩ر٦	-٣ر٣٩	٧ر١١
المكسيك	-٠ر٣٥	٩ر١٥٨	-٦ر٣٧	٥ر٥
هولندا	-٣ر٢٣	-٩ر١٨	-١ر١٨	٣ر
نيوزيلندا	-٣ر٢٩	-٧ر٣٨	-٠ر٣٦	-٨ر٢٣
النرويج	-٥ر٣٠	-٠ر١٤	-٨ر٢٨	٧ر١
سنغافورا	-٢ر٤٢	-٦ر١٠	-٦ر٤١	-٧ر٢
جنوب أفريقيا	-٩ر٢٣	-٨ر٨	-٠ر٢٩	٥ر٣٣
أسبانيا	-٧ر٢٧	٢ر٨	-١ر٢٣	٦ر٣٢
السويد	-٨ر٢١	-١ر١٥	-٦ر١٨	-٩ر
سويسرا	-١ر٢٦	-٠ر٣٤	-٨ر٢٠	-٥ر١٦
انجلترا	-٤ر٢٦	٦ر٤	-١ر٢٢	٥ر٣٢
الولايت المتحدة	-٦ر٢١	٥ر	-٦ر٢١	٥ر

جدول ١٧ — ٢

معامل الإرتباط بين الأسعار في الأسواق الرئيسية

	Australia	Austria	Belgium	Canada	Denmark	France	Germany	Hong Kong	Ireland	Italy	Japan	Malaysia	Mexico	Netherlands	New Zealand	Norway	Singapore	South Africa	Spain	Sweden	Switzerland	UK
Austria	0.219																					
Belgium	0.190	0.222																				
Canada	0.568	0.250	0.215																			
Denmark	0.217	-0.062	0.219	0.301																		
France	0.180	0.263	0.355	0.351	0.241																	
Germany	0.145	0.406	0.315	0.194	0.215	0.327																
Hong Kong	0.321	0.174	0.129	0.236	0.120	0.201	0.304															
Ireland	0.349	0.202	0.361	0.490	0.387	0.374	0.067	0.320														
Italy	0.209	0.224	0.307	0.321	0.150	0.459	0.257	0.216	0.275													
Japan	0.182	-0.025	0.223	0.294	0.186	0.361	0.147	0.137	0.183	0.241												
Malaysia	0.329	-0.013	0.096	0.274	0.151	-0.134	-0.020	0.159	0.082	-0.119	0.109											
Mexico	0.220	0.018	0.104	0.114	-0.174	-0.009	0.002	0.149	0.113	0.114	-0.021	0.231										
Netherlands	0.294	0.232	0.344	0.545	0.341	0.344	0.511	0.395	0.373	0.344	0.333	0.151	0.038									
New Zealand	0.389	0.290	0.275	0.230	0.148	0.247	0.318	0.352	0.314	0.142	-0.111	0.136	0.231	0.239								
Norway	0.355	0.009	0.233	0.381	0.324	0.231	0.173	0.356	0.306	0.042	0.156	0.262	0.050	0.405	0.201							
Singapore	0.374	0.030	0.133	0.320	0.133	-0.085	0.037	0.219	0.102	-0.038	0.066	0.891	0.202	0.196	0.212	0.280						
South Africa	0.279	0.159	0.143	0.385	-0.113	0.267	0.007	-0.095	0.024	0.093	0.225	-0.013	0.260	0.058	0.038	0.156	-0.056					
Spain	0.147	0.018	0.050	0.190	0.019	0.255	0.147	0.193	0.175	0.290	0.248	-0.071	0.059	0.170	0.095	0.075	0.056	-0.088				
Sweden	0.327	0.161	0.158	0.376	0.131	0.159	0.227	0.196	0.122	0.330	0.115	0.103	0.000	0.324	0.136	0.237	0.180	0.070	0.181			
Switzerland	0.334	0.401	0.276	0.551	0.283	0.307	0.675	0.379	0.290	0.287	0.130	0.099	0.026	0.570	0.397	0.331	0.157	0.112	0.192	0.334		
United Kingdom	0.377	0.073	0.381	0.590	0.218	0.332	0.263	0.431	0.467	0.328	0.354	0.193	0.068	0.534	0.014	0.313	0.250	0.168	0.209	0.339	0.435	
United States	0.328	0.138	0.250	0.720	0.351	0.390	0.209	0.114	0.380	0.224	0.326	0.347	0.063	0.473	0.083	0.356	0.377	0.218	0.214	0.279	0.500	0.513

ومع هذا يُبقى رول (P. 22) على احتمال مؤداه أنه ربما تكون تلك الأسواق قد تأثرت بالانخفاض المتوسط في الأسعار الذى تعرضت له الأسواق الأمريكية بين يومى ١٤ ، ١٦ من أكتوبر ، وهو ما يعنى أن الأزمة قد بدأت يوم ١٤ أكتوبر فى الولايات المتحدة ومنها انتقلت إلى باقى أسواق العالم . غير أن هذا الادعاء مردود عليه أيضاً . فإذا ما أخذ فى الحسبان فروق التوقيت ، فإن الأزمة تكون قد حدثت فى أسواق دول أخرى فى ذات اليوم (١٤ أكتوبر) وقبل أن تفتح الأسواق الأمريكية أبوابها .

وإذا كان السبق بفرق التوقيت غير كاف للدفاع عن السوق الأمريكية ، فقد أشار رول (P. 22) أنه إذا كان للولايات المتحدة مثل هذا التأثير ، فكان ينبغى أن تكون لها الريادة فى تحسن الأسعار . وهذا لم يحدث . فالتحسن الذى حدث فى الأسعار يوم ٢١ أكتوبر بدأ فى أسواق آسيا والباسفيك ، ثم امتد إلى أوروبا ، وأخيراً الولايات المتحدة . وذلك يعنى مرة أخرى أن السوق الأمريكية لم تقود حركة التغير فى الأسعار .

يضاف إلى ذلك أن العديد من الأسواق قد عانت من تدهور كبير فى الأسعار بعد يوم ٢١ أكتوبر ، دون أن يحدث ذلك للأسواق الأمريكية . فمنذ يوم ٢٢ أكتوبر وحتى نهاية الشهر تعرضت كافة الأسواق لانخفاض حاد فى الأسعار (على أساس العملات المحلية) باستثناء السوق الكندى الذى تعرض لانخفاض صغير ، أما السوق الأمريكى فلم يتعرض لأى انخفاض بالمرة . بل وفى بعض الأسواق الآسيوية والأوروبية كان الانخفاض فى نهاية الأسبوع من ٢٣ إلى ٢٥ أكتوبر ، أكبر من الانخفاض الذى حدث فى نهاية الأسبوع من ١٦ إلى ١٩ أكتوبر . باختصار ليس هناك علاقة واضحة بين التقلبات فى الأسعار فى الأسواق الأمريكية وغيرها من الأسواق .

ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 18) أنه لو أن الأزمة كان مصدرها الولايات المتحدة لكان من المتوقع أن يكون هناك نمط فى نسبة انخفاض الأسعار . بمعنى أن يكون الانخفاض كبيراً فى أسواق الدول التى تربطها بالولايات المتحدة علاقات اقتصادية قوية ، وذلك بالمقارنة بالانخفاض فى

أسواق الدول التي لا توجد بينها وبين الولايات المتحدة علاقة اقتصادية على هذا النحو . وبتأمل جدول ١٧ ـــ ١ يجد القارىء أن ذلك قد تحقق فى أسواق هونج كونج وسنغافورا والمكسيك ، ولكنه لم يتحقق فى سوق اليابان التى تربطها أيضاً بالولايات المتحدة علاقات اقتصادية قوية . كذلك فإن الإدعاء المذكور لا يفسر الهبوط الشديد فى أسواق دول أخرى تربطها بالولايات المتحدة علاقات اقتصادية أقل مثل فرنسا وألمانيا ودول أخرى يعج بها جدول ١٧ ـــ ١ .

هذه قصة أزمة يوم الإثنين الأسود كما حدثت فى السوق الأمريكية ، وباقى الأسواق الرئيسية فى العالم . والآن ماذا عن أسباب تلك الأزمة ؟ كما سبقت الإشارة ساد الإعتقاد فى أن الأزمة تعزى إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق ، وأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية ترتبط بالسوق الأمريكية . وفى هذا الفصل سنكرس الجهد للأسباب التى تتعلق بكفاءة السوق ، على أن نعرض للأسباب التنظيمية فى الفصل الثامن عشر .

وبالنسبة للأسباب التى تتعلق بالكفاءة ظهرت تفسيرات متناقضة . ومن بين تلك التفسيرات ما يقضى بأن ما حدث فى أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين ، وتفسير آخر يقضى بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة . وكلا التفسيرين يشير بأصبع الاتهام إلى أن السبب يرجع إلى عدم كفاءة السوق أو على الأقل ضعف تلك الكفاءة . أما التفسير الثالث فيقضى بأن ما حدث ما هو إلا انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلة . وإذا ما صح هذا التفسير فإن ما حدث لا ينبغى أن يوصف بأنه أزمة ، بل أنه منقذ من أزمة عنيفة كانت على وشك أن تعصف باقتصاديات العالم بأسره ، بل وربما كانت أكثر عنفاً من أزمة أكتوبر من عام ١٩٢٩ . بعبارة أخرى أن ما حدث كان بمثابة ضوء أحمر لحث المهتمين بشئون الاقتصاد ، على ضرورة البحث عن حلول لمواجهة كارثة محدقة .

ولقد عبر فاما (Fama, 1989, P. 72) عن هذا بالقول بأنه إذا كان ما حدث فى يوم الإثنين الأسود هو نتيجة لورود أنباء عن حالة الاقتصاد ، فإن حدوث

انخفاض كبير وسريع فى الأسعار استجابة لتلك المعلومات ـــ على نحو ما حدث ـــ يعد ظاهرة اقتصادية مرغوبة . وذلك على أساس أن التغيير البطىء الذى يصحب ورود معلومات جديدة يترك أثره العكسى على كفاءة السوق فى تخصيص الموارد . أو بعبارة أخرى يكون ما حدث دليل على كفاءة السوق . فالسوق الكفء ليس من الضرورى أن تكون تقلباته السعرية صغيرة ، كما أن التقلبات السعرية الصغيرة ليست أفضل بالضرورة من التقلبات السعرية الكبيرة .

ومع هذا يبقى السؤال : هل ما حدث كان أسبابه معلومات أم أن أسبابه أمور أخرى لا شأن لها بالمعلومات ؟ وفى محاولة للبحث عن إجابة لهذا التساؤل سوف تعرض الصفحات التالية إلى مضمون التفسيرات الثلاثة التى سبقت الإشارة إليها ، إذ نبدأ أولاً بتفسير الأزمة على أنها ردود أفعال مبالغ فيها ، نتبعه بالتفسير الذى ينظر إلى ما حدث على كونه تصحيح لأوضاع سابقة . وأخيراً نتناول وجهة النظر التى ترى أن الأزمة هى تعبير عن كفاءة السوق .

الأزمة هى انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها :

من الأمور الكريهة للنفس أن نعترف بأنه لا توجد طريقة للتأكد من أن أسعار الأسهم فى السوق ـــ فى أى لحظة ـــ تعكس المعلومات المتاحة (Fama, 1989, P. 76) . مثل هذا الإعتراف يحمل فى طياته جهل بالقيمة الحقيقية الدقيقة لأى ورقة مالية . وفى هذا الصدد يشير تلسر (Telser, 1989, P. 102) إلى أنه لو كان أحد من الاقتصاديين قد توصل إلى نظرية يمكن بمقتضاها معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية ، لكان من أغنى الأغنياء فى العالم ، وهذا ما لم نلاحظه بعد . فأقصى ما تقدمه النظرية الاقتصادية هو الإشارة إلى ما إذا كان هناك قواعد من شأنها أن تساعد أو تحد من قدرة السوق على تحقيق كفاءة التسعير ، لا أكثر من ذلك ولا أقل . وعلى ضوء هذا الاعتراف بنقص المعرفة لدى المهتمين بأسواق رأس المال ، أصبح الباب مفتوحاً أمام التفسيرات الثلاثة التى سبقت الإشارة إليها ، والتى نبدأها الآن بالنظر للأزمة على أنها مجرد ردود أفعال مبالغ فيها .

يقصد بردود الأفعال المبالغ فيها أن موجه من أوامر الشراء عادة ما يصحبها

موجات متتالية من أوامر الشراء ، وأن موجه من أوامر البيع عادة ما يصحبها موجات متتالية من أوامر البيع (Choi et al, 1988, P. 21; Telser, 1989, P. 102) . على ضوء هذا المفهوم فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين فى السوق . فالموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد والمزيد من أوامر البيع ، حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد فى الأسعار . ولكن هل يمكن قبول هذا التفسير فى ظل فرض منطقى يقضى بأن المتعاملين فى أسواق رأس المال يتسمون بالرشد ؟

يجيب تلسر (Telser, 1989, P. 102) بأن هذا التفسير يقوم على عكس ذلك الفرض المنطقى . أى يقوم على نظرية لا يمكن قبولها ، هى نظرية الغباء الأعظم Great Fool Theory للمتعاملين فى السوق ، والتى يتوقع فى ظلها المستثمر الذى يشترى ورقة مالية بسعر يعلم أنه مبالغ فيه ، أن يبيعها بسعر أعلى من السعر الذى سبق أن اشتراها به . أو التى يتوقع فى ظلها المستثمر الذى يبيع ورقة مالية بسعر أقل مما ينبغى ، أنه سيعيد شراؤها بسعر أقل من السعر الذى باعها به . أما وأننا نفترض أن السواد الأعظم من المستثمرين فى أسواق رأس المال (ومن بينهم المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ، وصناع السوق) يتسمون بالرشد — وهو افتراض منطقى ومقبول — فإن ردود الأفعال المبالغ فيها من قِبَل قله من المستثمرين يتوقع أن ينتهزها المستثمر الرشيد ليجنى من ورائها الأرباح ، وليساهم فى نفس الوقت فى إعادة التوازن للأسعار[1] .

بعبارة أخرى إن إقدام عدد من المستثمرين قليلى الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال على بيع أوراق مالية بأسعار أقل مما ينبغى ، سوف يجد فيه المستثمرون الذين يتسمون بالرشد فرصة سانحة لتحقيق أرباح غير عادية ، وذلك بمواجهة أوامر البيع بأوامر شراء فورية . هذا التصرف من شأنه أن يوقف تدهور أسعار الأوراق المالية ، بل ويعود بها إلى مستوى يعادل قيمتها الحقيقية ، بما لا يتيح للمستثمرين قليلى الخبرة فرصة إعادة شراء الأسهم بسعر أقل من السعر الذى باعوها به . مثل هذا السيناريو لم يتحقق خلال أزمة

(١) بلغت الصفقات التى أبرمتها المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار فى الثمانينات ما بين ٧٠٪ إلى ٧٥٪ من إجمالى الصفقات فى السوق الأمريكية (Geisst, 1989, P. 23) .

أكتوبر ، إذ استمر تدهور الأسعار فى كثير من الأسواق ، ولم يحدث إرتفاع يذكر فى الأسعار إلا بعد بضع شهور من حدوث الأزمة (Roll, 1988, P. 27) .

ويضيف تلسر (Telser, 1989, P. 102) ورول (Roll, 1988, P. 27) وفاما (Fama, 1989, P. 77) أنه لو كان ما حدث هو بمثابة ردود أفعال مغال فيها ، فإنه وفقاً للنظرية الاقتصادية كان يتوقع أن تعود الأسعار إلى ما كانت عليه بعد فترة تماثل تلك التى حدث فيها الانخفاض فى الأسعار ، وهذا لم يحدث . فلقد ظلت الأسعار عند مستوى أقل مما كانت عليه قبل الأزمة ، وذلك لفترة امتدت إلى حوالى أربعة شهور . ففى أسواق آسيا والولايات المتحدة وبعض الدول الصغيرة فى أوروبا إرتفعت الأسعار نسبياً فى أول ديسمبر من عام ١٩٨٧ ، غير أنها لم تصل إلى المستوى الذى كانت عليه قبل الأزمة . وفى استراليا ونيوزيلاندا استمر تدهور الأسعار حتى شهر مارس من عام ١٩٨٨ ، لتصل إلى مستوى أكثر انخفاضاً من المستوى الذى كانت عليه أبان الأزمة . وفى دول أخرى أخذت الأسعار فى التقلب بين الارتفاع والانخفاض طوال الشهور الأربعة التى أعقبت الأزمة (Roll, 1988, P. 27) .

ففى الولايات المتحدة مثلاً انخفض مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة بمقدار ٥٠٨ نقطة (Leibowitz, 1987, P. 12) ليصل عند الإغلاق فى يوم ١٩ أكتوبر إلى ١٧٣٩ نقطة . وفى ٢٠ أكتوبر انخفض مرة أخرى ليصل إلى ١٧٠٨,٧ نقطة . بعبارة أخرى بلغ الانخفاض فى هذين اليومين ٥٣٨,٣ نقطة . هذا الانخفاض الكبير لم يتبعه إرتفاع مماثل فى اليومين التاليين . فبنهاية الأسبوع أى فى ٢٣ أكتوبر إرتفعت قيمة المؤشر لتصل إلى ١٧٩٤ نقطة أى بزيادة قدرها ٥٥ نقطة عن قيمته عند الإقفال فى يوم ١٩ أكتوبر . وفى خلال الثلاثة شهور التالية تراوحت قيمة المؤشر بين ١٨٠٠ نقطة ، ٢٠٠٠ نقطة . وحتى بنهاية شهر مارس لم تصل مستويات الأسعار فى أسواق الولايات المتحدة أو غيرها من الأسواق إلى المستوى الذى كانت عليه قبل حدوث الأزمة . باختصار لم ترتفع مستويات الأسعار إلى ما كانت عليه بنفس السرعة التى انخفضت بها .

وهكذا يمكن القول بأن الإدعاء بأن الأزمة حدثت من جراء ردود أفعال

مغال فيها ، هو إدعاء لا يلاقى القبول . كما لا يلاقى القبول أيضاً الإدعاء بأن الأزمة حدثت بمحض الصدفة . وفى هذا الصدد يشير ملتزر ,Meltzer, 1989) P. 16) أنه إذا كانت الأزمة هى صدفة محضة ، فكيف نفسر امتدادها إلى كافة الأسواق فى جميع أنحاء العالم ؟ وكيف نفسر استمرار انخفاض مؤشرات الأسعار فى تلك الأسواق لفترة تراوحت بين ثلاثة وخمسة شهور بعد الأزمة ؟

الأزمة هى بمثابة تصحيح لأوضاع سابقة :

عقب الأزمة مباشرة قدم جينكى (Jahnke, 1987) دراسة كشفت عن أن مستويات أسعار الأسهم فى السوق كانت أعلى كثيراً مما كان ينبغى أن تكون عليه ، وأن ما حدث لا يخرج عن كونه تصحيح للمسار . وفى ذات السياق أشار برنستين (Bernstein, 1987, P. 11) إلى أن الأسعار ارتفعت خلال الأشهر الثلاثة الأولى من عام ١٩٨٧ بما يعادل ٢١٪ . بل وأنها ارتفعت خلال التسعة أشهر السابقة على حدوث الأزمة بما يعادل ٤٢٪ ,Bates, 1991) P. 1009) . وعليه فإن الانخفاض الذى حدث خلال يومى ١٩ ، ٢٠ أكتوبر والذى بلغت نسبته فى اليومين حوالى ٢٣٪ ، قد ينظر إليه على أنه محاولة لتصحيح الأوضاع .

ولكى يؤكد جينكى (Jahnke, 1987, P. 6) على سلامة وجهة نظره فقد أشار إلى أنه حتى بالنسبة للأسهم التى تتميز بانخفاض معامل بيتا (الأسهم الدفاعية) فإن أسعارها قد انخفضت فى يوم الإثنين الأسود إلى ما يقرب من ١٧٪ ، وهو انخفاض كبير إذا ما قورن بمعدل انخفاض الأسعار فى السوق ككل ، والذى بلغ متوسطه حوالى ٢٠,٥٪ وفقاً لمقياس ستاندرد آند بور ٥٠٠ . ولو لم يكن ما حدث بمثابة تصحيح أوضاع ، لكان من المفروض أن يكون انخفاض أسعار الأسهم الدفاعية بنسبة أقل من ذلك .

دليل آخر هو أن الهامش بين عائد مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ وعائد السندات الحكومية طويلة الأجل كان فى انخفاض مضطرد ، يكشف عنه جدول ١٧ ــ ٣ الذى يقوم على افتراض توزيعات سنوية لأسهم المؤشر متوسطها ٨,٧٥ دولار للسهم ، تنمو بمعدل ثابت قدره ٧٪ ,Jahnke, 1987)

(P. 7 . وإذا ما تذكر القارىء ما سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثامن ، من أنه إذا بلغ ذلك الهامش أو ما أطلق عليه حينذاك بعلاوة المخاطر ٣٥,٪ (Renshow, 1985) يصبح من المتوقع حدوث انخفاض فى الأسعار ، فإنه يمكن الإدعاء على ضوء جدول ١٧ ـــ ٣ ، أن بشائر انخفاض الأسعار ظهرت فى الأفق منذ ٢١ أغسطس من عام ١٩٨٧ . بل وأن الأمر أصبح أكثر وضوحاً يوم بعد يوم . فلقد اقترب الهامش من الصفر فى يوم الرابع من سبتمبر ، ثم أصبح قيمة سالبة فى يوم الحادى عشر من نفس الشهر .

ولكن لماذا حدث الانخفاض بهذه النسبة الكبيرة وفى يوم واحد ؟ يجيب جينكى (P. 8) على ذلك بالقول بأن تأمين المحفظة Portfolio Insurence الذى سنعرض له فى الفصل الثامن عشر كان من بين أسباب حدوث ذلك . أما الأسباب الأخرى فتتعلق بالخوف من احتمال رفع أسعار الفائدة ، والخشية من تورط الحكومة الأمريكية فى حرب الخليج بين العراق وإيران ... وأسباب أخرى داخلية سنشير إليها فى القسم التالى ، وهو ما يتفق معه فيه جاك ترينور . (Treynor, 1987, P. 10)

وهنا تواجه دراسة جينكى انتقادات كثيرة ، من بينها ـــ وهو ما اعترف به (P. 7) ـــ أن النتائج التى توصل إليها تقوم على افتراض معدل نمو ثابت فى ربحية المؤشر قدره ٧٪ ، فى حين أن معدل نمو ربحيته خلال الخمس سنوات السابقة على الأزمة كان فى حدود ٥,٥٪ . وبالطبع فإن ارتفاع معدل النمو ينجم عنه زيادة فى معدل العائد المحسوب فى جدول ١٧ ـــ ٣ . ثانياً أن الدراسة أحدثت خلطاً فى الأوراق ، فالقول بأن السبب فى سرعة انهيار الأسعار هو توافر معلومات غير مباشرة بشأن الظروف الاقتصادية فى الولايات المتحدة (ارتفاع أسعار الفائدة ، وحرب الخليج ...) أثار احتمال أن يكون انخفاض الأسعار فى ١٩ أكتوبر يعزى إلى تلك التوقعات . بمعنى أن انخفاض الأسعار هو استجابة للمعلومات المتاحة عن الظروف الاقتصادية المستقبلة ، وليس تصحيحاً لأوضاع سابقة .

يضاف إلى ذلك نقطة ثالثة هى أنه إذا كان التحليل المشار إليه يتعلق أساساً

جدول ١٧ ــ ٣
الهامش بين عائد الأسهم وفقاً لمؤشر ستاندرد آند بور وعائد السندات الحكومية طويلة الأجل

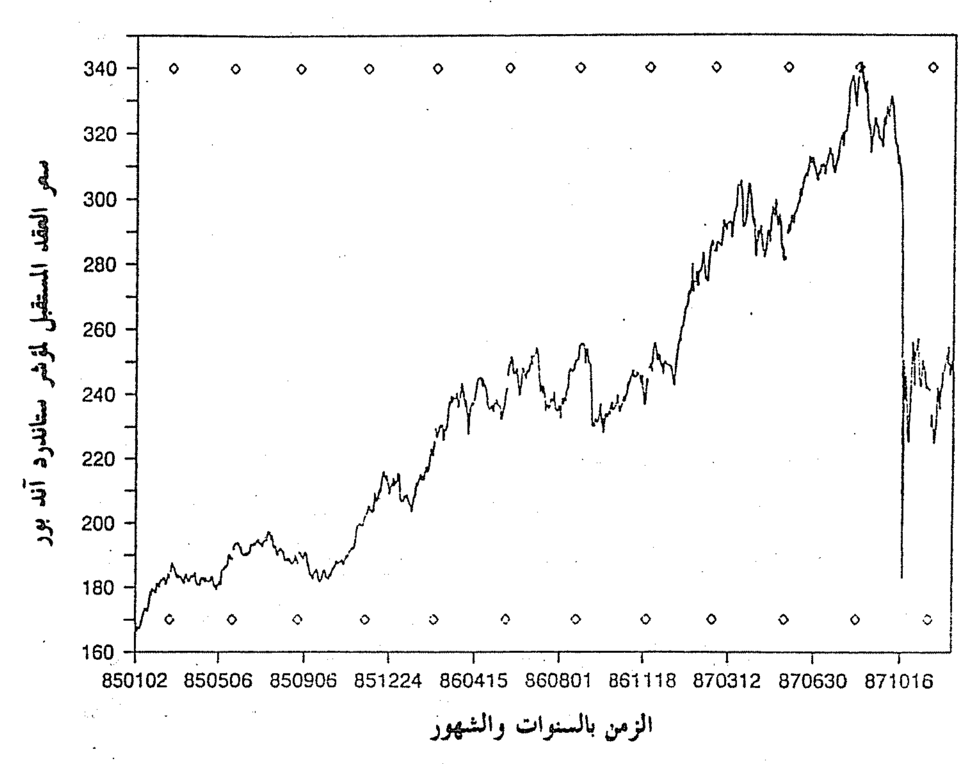
التاريخ	عائد المؤشر ٪	عائد السندات	الهامش
١٩٨٧/٦/٣٠	٩ر٨٧	٨ر٨٩	٠ر٩٨
٧/٢	٩ر٨٦	٨ر٨٣	١ر٠٣
٧/١٠	٩ر٨٣	٨ر٨٦	ر٩٧
٧/١٧	٩ر٧٨	٨ر٨٥	ر٩٣
٧/٢٤	٩ر٨٢	٩ر١٤	ر٦٨
٧/٣١	٩ر٧٤	٩ر٢١	ر٥٣
١٩٨٧/٨/٧	٩ر٧١	٩ر١٨	ر٥٣
٨/١٤	٩ر٦١	٩ر٠٠	ر٦١
٨/٢١	٩ر٦٠	٩ر٢١	ر٣٩
٨/٢٨	٩ر٦٧	٩ر٤٨	ر١٩
١٩٨٧/٩/٤	٩ر٧٦	٩ر٧٢	ر٠٤
٩/١١	٩ر٧١	٩ر٧٢	ر٠١-
٩/١٨	٩ر٧٨	٩ر٨٠	ر٠٢-
٩/٢٥	٩ر٧٣	٩ز٩٠	ر١٧-
١٩٨٧/١٠/٢	٩ر٦٦	٩ر٩٠	ر٢٤-
١٠/٩	٩ر٨١	١٠ر١٦	ر٣٥-
١٠/١٦	١٠ر٠٩	١٠ر٤٦	ر٣٧-
١٠/٢٣	١٠ر٥٢	٩ر٣٤	١ر١٨

بالولايات المتحدة ، فكيف يفسر الانخفاض الذى تعرضت له الأسعار فى باقى أسواق العالم ؟ وذلك أخذاً فى الحسبان أن بوادر حدوث الأزمة ـــ حتى لو اعتبر تاريخ حدوثها هو ١٤ أكتوبر ـــ قد ظهر فى أسواق دول أخرى قبل أن تفتح بورصة نيويورك أبوابها فى ذلك التاريخ ، كما سبق أن أشرنا إلى ذلك فى القسم الأول من هذا الفصل .

نقطة رابعة هو أنه لم نسمع عن أن أحدا قد اكتشف قبل حدوث الأزمة أن الأسعار كان مبالغ فيها ، بمعنى أن التحليل المشار إليه جاء بعد الأحداث Ex-post فى محاولة لإيجاد تفسير لها . ونقطة خامسة أنه لا يوجد من يستطيع أن يجزم بأن السعر السائد لسهم ما يعكس بدقة قيمته الحقيقية (Fama, 1989, P. 76, Telser, 1989, P. 102) . وإذا كان الأمر كذلك فكيف لنا أن ندعى وبثقة أن الأسعار قبل حدوث الأزمة كان مغال فيها ، خاصة وأنه من السهولة بمكان إثبات أن النتائج التى توصل إليها جينك تقوم على فروض يمكن دحضها بسهولة . وفى ذات السياق يشير فاما (Fama, 1989, P. 78) أنه لو كانت الأسعار قبل وقوع الأزمة كانت تعكس ضوضاء Noise على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السادس عشر ، فإنه ليس فى استطاعة أحد أن يحدد بالضبط مقدار تأثير تلك الضوضاء .

ويذهب بيتس (Bates, 1991, P. 1010) إلى أبعد من ذلك بالإشارة إلى أننا لو تتبعنا قيمة عقود مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ فى سوق العقود المستقبلة ، خلال الفترة من عام ١٩٨٥ وحتى عام ١٩٨٧ ، وهو ما يوضح شكل ١٧ ـــ ١ ، لأصبح من الممكن الإدعاء بأن ما حدث فى عام ١٩٨٧ كان تصحيحاً لأوضاع استمرت لسنوات ، ذلك أن الأسعار فى ١٩ أكتوبر من عام ١٩٨٧ قد انخفضت لتصل إلى ذات المستوى الذى كانت عليه فى يناير من عام ١٩٨٥ . وهذه مغالطة كشف عنها من خلال دراسة لحركة الأسعار فى أسواق الاختيار (P. 1037) ، كما كشف عنها الواقع ، ذلك أنه بعد بضع شهور من حدوث الأزمة إرتفعت الأسعار فى الأسواق ، لتعود إلى ما كانت عليه قبل حدوثها ، ثم أخذت طريقها إلى الإرتفاع بعد ذلك . والآن أين تصحيح الأوضاع الذى أحدثته الأزمة .

شكل ١٧ — ١
حركة أسعار الأسهم فى سوق العقود المستقبلة
خلال الفترة ١٩٨٥ — ١٩٨٧



ويعترف رول (Roll, 1988, PP. 22-27) أن دراسته للعينة التى تتكون من أسواق ٢٣ دولة ، قد كشفت عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مستويات الأسعار منذ يناير حتى سبتمبر ، وبين مستوى الأسعار فى شهر أكتوبر الذى حدثت فيه الأزمة . غير أن هذا لا ينبغى أن يؤخذ على أنه دليل على أن تصحيح الأوضاع كان له صفة دولية أو عالمية . ذلك أن العلاقة العكسية يمكن أن تتحقق ، فى ظل افتراض آخر محتمل ، وهو أن معلومات غير سارة ذات سمة عالمية داهمت كافة الأسواق وأدت إلى انخفاض الأسعار . وبالطبع تفتح وجهة النظر هذه الباب على مصراعيه لاحتمال أن تكون الأزمة نتاج لكفاءة السوق ، التى فى ظلها تغيرت الأسعار لتعكس المعلومات المتاحة .

الأزمة هى انعكاس لمعلومات :

ساد اعتقاد أبان الأزمة بأن الإنخفاض الشديد الذى حدث فى الأسعار إنما يعزى إلى ورود معلومات عن تردى متوقع للأوضاع الاقتصادية فى الولايات المتحدة . وفى مقدمة تلك الأوضاع توقع ارتفاع أسعار الفائدة ، خاصة بعد أن قررت حكومة ألمانيا الغربية رفع سعر الفائدة . فوفقاً لاتفاقية اللوفر Louvre Agreement التى أبرمت فى يناير ١٩٨٧ ، والتى بمقتضاها تم ربط عملة مجموعة من الدول بسعر تبادل محدد ، أصبح من المتوقع أن تقوم الولايات المتحدة هى الأخرى برفع سعر الفائدة ، بالقدر الذى يحافظ على سعر التبادل للدولار (Meltzer, 1989, PP. 18-19) . ولم يكن احتمال ارتفاع سعر الفائدة هو مصدر الخوف الوحيد ، فقد كانت هناك خشية أيضاً من حدوث تضخم (Rubinstein, 1988, P. 42) .

كذلك فإن الأرقام الشهرية للتجارة الخارجية فى الولايات المتحدة خلال عام ١٩٨٧ قد كشفت عن عجز فى الميزان التجارى ، وهو ما أثار التوقعات بانخفاض قيمة الدولار أو بارتفاع سعر الفائدة . يضاف إلى ذلك الخوف من تورط الولايات المتحدة فى حرب الخليج بين العراق وايران ، وما قد يترتب عليه من تأثير على واردات النفط وعلى العلاقات بين الولايات المتحدة وما كان يطلق عليه بالاتحاد السوفيتى (Meltzer, 1989, P. 21; Rubinstein, 1988, P. 42) . هذا إلى جانب التقارير التى أشارت إلى توقع حدوث هبوط فى إنتاجية المنشآت . والأكثر أهمية إن هبوط سعر الدولار أدى بالبنك المركزى الأمريكى إلى أن يأتى بتصرفات أعطت إيحاءات بأن مرحلة النمو المتميز للاقتصاد هى فى طريقها إلى الانتهاء (Bernstein, 1987, P. 11) .

بل ويضيف برنستين (PP. 11-12) أن مؤشر نسبة عدد الأسهم التى حققت ارتفاعاً فى الأسعار إلى عدد الأسهم التى حققت انخفاضاً فى الأسعار Advanced-Decline Ratio والتى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى عشر ، قد بلغ قمته فى ربيع ١٩٨٧ ، وهو ما يعد دلالة على أن اتجاه الأسعار نحو انخفاض مضطرد بات أمراً متوقعاً . كذلك فإن مؤشر دو جونز لصناعة النقل قد فشل فى اللحاق بالمستوى الذى بلغه مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة بعد

شهر أغسطس . وهذه كلها معلومات تحمل فى طياتها توقع لظروف اقتصادية غير مواتيه ، من شأنها أن تترك أثراً سلبياً على الأسعار .

أما تحليل فاما (Fama, 1989, P. 73) فقد بدأ بالإشارة إلى أنه لم يحدث أن وصلت إلى المتعاملين فى يوم الإثنين أو قبله ، أنباءً شديدة التشاؤم بشأن حالة الاقتصاد ، يكون من شأنها إحداث هذا القدر من الهبوط فى الأسعار . لكنه يعود إلى دراسة ماندلبروت (Mandelbrot, 1966) التى يصف فيها كيفية استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات ، ليخرج منها باستنتاج فريد. تقوم الفكرة على أن التنبؤ الرشيد بالظروف الاقتصادية المستقبلة يعتمد على الظروف الاقتصادية السائدة فى الحاضر والماضى القريب . وبالتحديد فإنه إذا كانت الحالة الجيدة (أو السيئة) التى يتمتع بها الاقتصاد لها جذور من الماضى ، فإنه من الحكمة أن نتوقع استمرار تلك الحالة فى المستقبل . ليس هذا فقط بل أنه عندما نتوقع استمرار الحالة الاقتصادية الجيدة ، فإن أسعار الأوراق المالية سوف تكون أعلى نسبياً عما كان ينبغى أن تكون عليه فى ضوء الأرباح أو التوزيعات المتوقعة . لماذا ؟ لأن الأسعار لا تعكس فقط تلك الأرباح أو التوزيعات ، بل تعكس كذلك التفاؤل باستمرارية الحالة الاقتصادية الجيدة .

وبناء عليه إذا ما وصل إلى السوق معلومات من شأنها أن تغير التوقعات بشأن الحالة الاقتصادية من حالة جيدة إلى حالة عادية ، فإن الانخفاض فى أسعار الأوراق المالية لا بد أن يكون كبيراً . لماذا ؟ لأن الأسعار سوف تعكس أرباحاً أو توزيعات عادية (أى غير متميزة كما كان الحال سابقاً) . ليس هذا فقط بل أن مقدار الزيادة السابق فى الأسعار الناجم عن توقع استمرار الحالة الاقتصادية (والذى جعل الأسعار فى السابق أعلى مما ينبغى) لابد أيضاً أن يزول . باختصار ليس هناك حاجة إلى ورود معلومات شديدة التشاؤم لكى تنخفض الأسعار انخفاضاً كبيراً ، بل أن معلومات عادية عن أحوال اقتصادية أقل ازدهاراً (تحول من ظروف اقتصادية جيدة إلى ظروف اقتصادية متوسطة) من شأنها أن تحدث انخفاضاً كبيراً فى الأسعار .

وللتدليل على إمكانية الاعتماد على هذا السيناريو فى تفسير الأزمة ، أشار فاما (Fama, 1989, P. 74) إلى أن غلة التوزيعات أى نسبة توزيعات الأسهم

Dividend Yield (نصيب السهم من التوزيعات مقسوماً على سعر السهم) التي يتضمنها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ بلغت فى نهاية سبتمبر من عام ١٩٨٧ ، أى قبيل حدوث الأزمة متوسط قدره ٢,٧٨ . هذا المتوسط يعد بكل المقاييس منخفضاً بالمقارنة مع متوسط ذات النسبة فى الفترة ١٩٥٧ — ١٩٨٦ ، والذى بلغ ٣,٨ . أما سبب الانخفاض فيعزى إلى ارتفاع أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال قبيل حدوث الأزمة ، كما سبقت الإشارة فى القسم السابق . بعبارة أخرى يعد انخفاض نسبة التوزيعات دليل على صحة سيناريو مندلبروت ، الذى يقضى بأن أسعار الأسهم كانت مرتفعة بما يعكس توقعات باستمرار الظروف الاقتصادية المواتية التى ترجع جذورها إلى عام ١٩٨٥ (Bates, 1991, P. 1010) بل وربما عام ١٩٨٢ (Bernstein, 1987, P. 11) .

ثم ماذا ؟ بنهاية شهر ديسمبر من عام ١٩٨٧ حدث ارتفاع فى نسبة التوزيعات إلى أسعار الأسهم التى يتضمنها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ لتصل إلى ٣,٧١ ، بما يعكس الانخفاض الذى حدث فى أسعار الأسهم . ولعل القارىء قد لاحظ أن النسبة الأخيرة قريبة جداً من المتوسط خلال الفترة ١٩٥٧ — ١٩٨٦ والذى بلغ كما سبقت الإشارة ٣,٨ . وقد خلص فاما (P. 74) من ذلك إلى أن هذا الارتفاع فى النسبة (من ٢,٧٨ إلى ٣,٧١) ما هو إلا مؤشر لتحول في التوقعات ، من توقعات استمرارية الحالة الاقتصادية الجيدة التى صحبها ارتفاع فى أسعار الأسهم ، إلى توقعات بأن حالة الاقتصاد ستكون متوسطة ، وهو ما صحبه انخفاض فى أسعار الأسهم ، مما أدى بالتالى إلى ارتفاع النسبة .

ووفقاً لسيناريو ماندلبروت فإن التحول فى التوقعات من حالة اقتصادية جيدة إلى حالة اقتصادية متوسطة ، لا يتطلب بالضرورة ورود معلومات شديدة التشاؤم عن حالة الاقتصاد — كما سبقت الاشارة — ذلك أن معلومات عادية يمكنها أن تحدث هذا التحول فى التوقعات . بعبارة أخرى أن تفسير الأزمة يكمن فى ورود معلومات عادية للمتعاملين فى السوق كان من شأنها أن تحول التوقعات بشأن مدى قوة الاقتصاد . وهذه المعلومات العادية ترتب عليها

انخفاض كبير فى الأسعار ، وذلك طالما أن الأسعار فى ظل توقع استمرار الحالة الاقتصادية الجيدة لم تكن تعكس الربحية المتوقعة للمنشآت فحسب ، بل كانت تعكس كذلك التفاؤل الناجم عن توقع استمرارية الحالة الاقتصادية الجيدة .

ورغم وجاهة هذا التحليل إلا أن فاما لم يقدم أى اقتراح بشأن طبيعة تلك المعلومات التي يمكن أن تكون قد تسببت فى حدوث الانخفاض فى الأسعار ، والتى أدت إلى عودة غلة التوزيعات فى ديسمبر إلى مستوى قريب جداً من المتوسط الذى كانت عليه خلال الفترة ١٩٥٧ ــ ١٩٨٦ .

ومع هذا دعنا نفترض صحة سيناريو ماندلبروت ، وأن مجرد وصول معلومات عادية من شأنها أن تؤدى إلى انخفاض كبير فى الأسعار . وذلك طالما أن تلك المعلومات قد جاءت بعد فترة ازدهار امتدت لفترة طويلة . غير أن من المنطق أن نتساءل هل المعلومات التى سبقت الإشارة إليها بشأن التضخم ، وانخفاض قيمة الدولار ، وارتفاع سعر الفائدة ، وحرب الخليج يمكنها أن تحدث مثل هذا الانخفاض الكبير فى الأسعار ؟ لو أن القارىء عاد إلى الوراء قليلاً لاكتشف أن الولايات المتحدة قد تعرضت للتضخم بمعدلات مرتفعة فى بعض السنوات ، وأن أسعار الفائدة ارتفعت فى فترات معينة واقتربت من ٢٠٪ ، وأن الدولار تأرجحت قيمته فى أوقات كثيرة ، وأن حرب الخليج الثانية بين العراق والكويت صحبها تدخل عسكرى من الولايات المتحدة . كل هذا وأكثر منه قد حدث ، إلا أن أسعار الأسهم فى الأسواق الأمريكية لم تنخفض إلى نصف أو ثلث أو ربع نسبة الانخفاض فى يوم الإثنين الأسود . هذا إضافة إلى أن سيناريو مندلبروت لم يجيب على حقيقة أن الانخفاض الكبير حدث فى يوم واحد ، وامتد إلى كافة أسواق العالم من شمالها إلى جنوبها ومن شرقها إلى غربها .



ويضيف المؤلف ما أشار إليه برنستين (Bernstein, 1987, P. 11) من أن المعلومات التى أتيحت للمتعاملين قبل حدوث الأزمة ــ والتى سبقت الإشارة إليها ــ تتعلق بأسعار الفائدة ، وسعر تحويل العملة ، والتضخم ، والسياسة النقدية . هذه المتغيرات لم يثبت وجود علاقة مباشرة وقاطعة بينها وبين التقلبات فى أسعار الأوراق المالية ، ومن ثم فإنه من غير المنطقى أن نجزم بأن ما

حدث كان استجابة لمعلومات ترتب عليها تغير فى التوقعات بشأن الحالة الاقتصادية المقبلة .

وبالإضافة إلى التحليل الذى يقوم على دراسة ماندلبروت ، يقدم فاما (Fama, 1989) تحليلاً آخر لتدعيم التفسير الذى يقضي بأن أزمة أكتوبر تعكس توقعات مستقبلة ، بما يعد قرينه بالطبع على كفاءة أسواق رأس المال . يشير فاما (P. 75) إلى أنه عندما تكون غلة التوزيعات (توزيعات السهم /سعر السهم) مرتفعة ، فإن هذا يعد مؤشراً على أن العوائد المستقبلة ستكون فى المتوسط مرتفعة . أما عندما تكون غلة التوزيعات منخفضة فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على أن العوائد المستقبلة ستكون فى المتوسط منخفضة .

معنى هذا أن إنخفاض غلة التوزيعات لمؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ فى سبتمبر ١٩٨٧ (٢,٧٨ فى مقابل ٣,٨ خلال الفترة ١٩٥٧ ــ ١٩٨٦) كان بمثابة مؤشر على أن العوائد المستقبلة ستكون منخفضة ، ومن ثم فقد انخفضت الأسعار فى أكتوبر كتعبير عن تلك التوقعات . أما عودة غلة التوزيعات فى ديسمبر ١٩٨٧ إلى مستوى قريب (٣,٧١) مما كانت عليه خلال الفترة ١٩٥٧ ــ ١٩٨٦ (٣,٨) فقد كان بمثابة مؤشر على تحسن فى العوائد المستقبلة . باختصار أن الانخفاض فى أسعار الأسهم والذى تسبب فى الأزمة ، إنما يعزو إلى توقعات غير مواتية بشأن ربحية المنشآت .

ويضيف فاما (P. 75) دليلاً آخر لما يرمى إليه . ويتمثل هذا الدليل فى نتائج مقارنة مؤشر هامش التوقف عن السداد Default Spread أى نسبة هامش عائد السندات الأقل جوده إلى هامش عائد السندات الأعلى جوده . ففى سبتمبر كانت قيمة مؤشر التوقف عن السداد ٢٧,٪ وهو مستوى لم يصل إلى نصف المستوى الذى كان عليه المؤشر خلال الفترة ١٩٥٧ ــ ١٩٨٦ ، والذى بلغ فى المتوسط ٥٥,٪ . وبنهاية ديسمبر من عام ١٩٨٧ ارتفعت قيمة المؤشر لتصل إلى ٥٠,٪ ، وهو ما يقترب كثيراً من متوسطه خلال الفترة ١٩٥٧ ــ ١٩٨٦ . وقد استنتج فاما (P. 75) من ذلك أن المستوى من الانخفاض الذى وصل إليه المؤشر فى سبتمبر ، كان يحمل فى طياته توقعات بانخفاض عوائد المنشآت ، كما أن عودته إلى مستواه السابق فى ديسمبر فكانت

تحمل فى طياتها توقعات أكثر تفاؤلاً بشأن تلك العوائد . وهكذا فإن التوقعات المتشائمة بشأن عوائد المنشآت يبدو أنها كانت وراء حدوث أزمة أكتوبر .

ولن نكرر هنا الانتقادات التى وجهت إلى سيناريو مندلبروت ، ولكن يكفى هنا أن نشير إلى سؤال وجهه فاما (P. 76) لنفسه عن سبب تغير التوقعات المستقبلة ، والتى يعتقد أنها كانت سبباً فى حدوث الأزمة . وكانت إجابته لا أدرى ، غير أننى لست الوحيد الذى يجهل الإجابة .

"What Causes This Shift in Expectations ?. I Do Not Know. But I Am Not Alone in My Ignorance"
(P. 76)

رؤية لمفهوم كفاءة السوق على ضوء الأزمة :

أثارت أزمة يوم الإثنين الأسود ردود أفعال مضاده لركن أساسى من أركان نظرية التمويل الحديث Modern Finance Theory ألا وهو مفهوم كفاءة أسواق رأس المال (Keane, 1991, P. 30) . ففى ٢٣ أكتوبر من عام ١٩٨٧ وصفت صحيفة وول ستريت كفاءة السوق بأنها أكبر مغالطه فى تاريخ النظرية الاقتصادية .

"The Efficient Market Concept is the Most Remarkable Error in The History of Economic Theory"

وفى ١٨ أبريل من عام ١٩٨٨ أشارت مجلة أسبوع الأعمال Business Week إلى أن مفهوم كفاءة السوق قد دفن تحت وطأة شواهد وأدلة حديثة ، يقصد بها بالطبع أزمة يوم الإثنين الأسود

"The Efficient Market Concept IS Now Buried... Under The Weight of Recent Evidence".

وفى ديسمبر من عام ١٩٨٩ أشار شيلفر وسومرز (Shelifer & Summers, 1989, P. 2) فى دراسة أجريت فى جامعة شيكاغو إلى أن الأسهم ـــ على الأقل فى ظل المفهوم التقليدى لفرض السوق الكفء ـــ لم تقوى على مواجهة يوم الإثنين الأسود

"The Stock in The Efficient Markets Hypothesis...
at Least As It Is Traditionally Formulated...
Crashed Along with The Rest of The Market"

وفى نفس الإطار وجه جاكوبس وليفى (Jacobs & Levy, 1989, P. 22) الانتقادات إلى مفهوم كفاءة السوق ، وذلك فى البحث الذى نشر فى مجلة إدارة المحفظة Journal of Portfolio Management .

ويؤكد كين (Keane, 1991, P. 30) على أن أهمية هذه الانتقادات ترجع إلى أنها صادرة من اقتصاديين مشهود لهم . ولكنه على أى حال لم يغلق الباب كلية إذ حاول مناقشة أزمة أكتوبر من منظورين : منظور يقوم على عدم الاعتراف بفكرة كفاءة السوق ، ومنظور يقوم على الاعتراف بتلك الفكرة . أما ما توصل إليه فإنه نوع من حل الوسط . كيف ؟ هذا ما سوف يدركه القارىء بنفسه فيما تبقى من صفحات هذا الفصل .

منظور إنكار فكرة كفاءة السوق :

يقوم هذا المنظور على فرضين على جانب كبير من الأهمية . الفرض الأول أن أسعار الأسهم فى السوق لا يمكن أن تعتبر مؤشراً رشيداً للظروف الاقتصادية المستقبلة . أما الفرض الثانى فهو أن المستثمر يمكنه تحقيق عائد متميز بحسن اختياره للأوراق المالية التى تتضمنها المحفظة ، وبحسن توقيته للقرار الاستثمارى . وإذا لم تتوافر له المهارات التى تضمن حسن الاختيار وحسن التوقيت ، فيمكنه على الأقل الاستعانة بالمستشارين المحترفين .

وفى هذا الصدد يشير كين (P. 30) إلى أن هناك دراسات عديدة قد أثبتت أن حركة الأسهم هى حركة عشوائية ، مما يعنى وفقاً لما سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع عشر أن سوق رأس المال يتميز بالكفاءة ، بمعنى أن التغير فى الأسعار هو استجابة للمعلومات التى ترد إلى المتعاملين . غير أنه يشير كذلك (P. 30) إلى وجود دراسات أخرى عديدة كشفت عن أن أسعار الأسهم ترتبط بمتغيرات لا علاقة لها بالمعلومات . فأسعار الأسهم فى السوق ترتفع أو تنخفض فى شهور معينة من السنة أو أيام معينة من الشهر (يوم ١٣) أو أيام معينة فى الأسبوع (يوم الجمعة) . بل وأن احدى الدراسات قد كشفت عن

أن اتجاه التغير فى الأسعار يتوقف على نتائج المباراة النهائية لكرة القدم للمحترفين (P. 33) . إضافة إلى أن سعر سهم منشأة معينة قد يتغير لأسباب أخرى لا علاقة لها بربحية المنشآت أو المخاطر التى تحيط بتلك الربحية ، وهو ما سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى عشر .

باختصار هناك أسانيد للمنظور الذى لا يعترف بفكرة كفاءة السوق . وفى ظل هذا المنظور يتساوى الادعاء بأن ما حدث فى أكتوبر كان بمثابة ردود أفعال مبالغ فيها ، أو أنه تصحيح لأوضاع سابقة . فتصحيح الأوضاع يعد فى حد ذاته شهادة بعدم كفاءة السوق وإلا لما ظلت الأسعار مغال فيها لمدة طويلة بلغت تسع شهور (Fama, 1989, P. 74) بل وربما سنتين (Beates, 1991, P. 1010) أو خمس سنوات (Bernstein, 1987, P. 11) كما سبقت الإشارة . فالحقيقة الواضحة للعيان هو أن هبوطاً مفاجئاً حدث فى الأسعار فى يوم واحد ، ووصلت نسبته إلى أكثر من ٢٠٪ فى أسواق الولايات المتحدة ، بل وأكثر من ذلك بكثير فى أسواق دول أخرى ، كما أشارت دراسة رول التى تناولها القسم الأول من هذا الفصل . فالإنخفاض الكبير والمفاجىء فى الأسعار هو دليل دامغ على أن أسعار الأسهم هى محصلة عوامل سيكولوجية ، أو تقدم تكنولوجى فى أساليب المتاجرة — كما سيتضح من الفصل الثامن عشر — أو أى أسباب أخرى بعيدة عن ورود معلومات جديدة إلى السوق فى ذلك اليوم .

منظور الاعتراف بكفاءة السوق :

ينطوى الاعتراف بكفاءة السوق على أمرين هامين ، سبقت الإشارة إليهما فى الفصل الرابع عشر . الأمر الأول هو الرشد Rationality بما يعنى أن أسعار الأسهم هى مرآة أو مؤشر للظروف الاقتصادية المستقبلة ، طالما أن التغير الذى يطرأ على الأسعار هو نتيجة لورود معلومات جديدة . أما الأمر الثانى فهو أن الوقت والتكاليف والجهود المبذول للبحث عن أوراق مالية تباع بأسعار أعلى مما ينبغى أو أقل مما ينبغى ، لا يمكن أن تنتهى بتحقيق عائد متميز Non-Exploitability إلا لفئة محدودة من المتعاملين وفى مقدمتهم صناع السوق من ذوى المهارات المهنية العالية (Keane, 1991, P. 31) .

ويضيف أنصار ذلك المنظور أنه حتى أزمة أكتوبر تعتبر بمثابة مؤشر ينبه متخذ القرار إلى ضرورة الاستعداد لمواجهة ظروف اقتصادية غير مواتية . فالتغير الذى حدث فى الأسعار رغم ضخامته ، يعد ظاهره طيبة طالما أنه يعكس الأوضاع الاقتصادية المستقبلة . وحتى لو خالج البعض الشك بأن المعلومات التى أتيحت قبيل الأزمة لم يكن لها أن تُحْدِثْ مثل هذا التأثير الكبير ، فإننا ينبغى أن نحسم الشك لصالح مفهوم كفاءة السوق Give The Market The Benefit of The Doubt وذلك طالما أن هناك أدلة وبراهين متجمعة عبر عشرات السنين ، تؤكد على أن أسعار الأسهم كانت دائماً مؤشراً للأوضاع الاقتصادية المستقبلة ، وهو ما سبق أن أشرنا إليه فى الفصلين السابع والثامن .

وبالطبع لا ينكر أنصار هذا المنظور أن السوق قد لا يكون كفئاً مائة فى المائة ، كما لا ينكرون إمكانية بعض المستثمرين فى أن يحققوا عوائد متميزة . فالقائمون على تجميع وتحليل المعلومات التى تحقق للسوق الكفاءة ، لا يمكن لهم أن يستمروا فى ممارسة نشاطهم ما لم تسمح لهم حركة أسعار الأوراق المالية من تحقيق عائد متميز ، يعوضهم عن مساهمتهم فى تحقيق الكفاءة للسوق الذى تتداول فيه هذه الأوراق . إلا أن ما لا ينبغى التفريط فيه هو أنه إذا كانت آلية السوق تتيح فرصة للمحللين المحترفين فى الحصول على ميزة تحقيق عائد متميز ، فإن هذه الميزة لا يمكن أن تتاح للمستثمرين العاديين . لماذا ؟ لأن فرصة تحقيق عوائد متميزة هى فرصة محدودة . وإذا ما أخذ فى الحسبان القيود التى تواجه المستثمر العادى ـــ التى سيرد ذكرها فيما بعد ـــ ومن بينها تكلفة المعاملات ، فإنه يصبح من المنطق الاعتقاد بأن فرصة تحقيق أرباح متميزة يكون قاصراً على أولئك المستثمرين الذين يتمتعون بمهارات متميزة فى مجال الاستثمار ، وهم بالطبع أقلية (Keane, 1991, P. 31) .

نعود مرة أخرى إلى أزمة أكتوبر ونقول أنه حتى لو كان ما حدث هو مجرد ردود أفعال مبالغ فيها ، فهل هذا يعنى بالضرورة أن السوق غير كفء ؟ وهنا يقدم كين (P. 32) تحليلاً رائعاً وفريداً يعطى إجابة حاسمة على هذا السؤال . يقوم منظور الاعتراف بكفاءة السوق على أمرين هامين هما : الرشد وعدم

إمكانية المستثمر العادى تحقيق أرباحاً متميزة . غير أننا دائماً ما نفترض أن هذين الأمرين مترادفان ، وهذا خطأ كبير . فغياب الرشد ـــ الذى يعنى بطبيعة الحال أن التغير فى الأسعار يرجع لأسباب لا تتعلق بالضرورة بتوفر معلومات عن الحالة الاقتصادية ـــ ليس شرطاً كافياً لنجاح المستثمر العادى فى استغلال الفرص المتاحة ، وتحقيق أرباحاً متميزة من ورائها . بعبارة أخرى أن عدم استغلال المستثمر العادى لفرصة التقلبات غير الرشيدة لتحقيق أرباحاً متميزة هو أمر محتمل .

ويرجع الخطأ فى اعتبار الرشد مرادف لعدم إمكانية استغلال الظروف وتحقيق أرباح متميزة ، إلى أن اختبارات كفاءة السوق دائماً ما تقوم على فرض أن تحقيق أرباح متميزة يعتمد فقط على وجود فرصة لتحقيق تلك الأرباح ، غير أنها دائماً ما تتجاهل أن وجود فرصة حقيقية لتحقيق الأرباح المتميزة ، تعتمد بدورها على متغيرات ترتبط بظروف المستثمر ذاته . بعبارة أخرى أن كون حركة أسعار السوق تتسم بعدم الرشد ـــ مما يوفر فرصة لتحقيق عائد غير عادى ـــ قد لا تكون فى حد ذاتها دافعاً كافياً لتشجيع المستثمر على إبرام الصفقات . لماذا ؟ لأن العائد غير العادى المتوقع تحقيقه لابد وأن يكون كافياً لتعويض المستثمر عن الجهد الإضافى ، والمخاطر الإضافية التى تحيط بالاستراتيجية التى سيتولد عنها ذلك العائد . ولكن هل يمكن أن يتحقق ذلك للمستثمر العادى ؟ يجيب كين (P. 32) على ذلك بالقول بأن هناك العديد من الأسباب التى تدعو إلى الاعتقاد بأن هذا أمر قد يكون بعيد المنال ، وتتمثل هذه الأسباب فى :

١ ـــ الشك فى أن المستثمر العادى يمتلك من المهارات الشخصية ما يمكنه من تقييم الفرص الاستثمارية ، التى يمكن أن يتولد عنها عائد غير عادى .

٢ ـــ أن عمولة السمسرة والهامش الذى يحصل عليه صانع السوق ، قد يكون كبيراً لدرجة أن صافى الربح المتبقى قد لا يكون كافياً لتشجيع المستثمر العادى على استغلال الفرصة المتاحة . وفى هذا الصدد فإن معظم الدراسات التى أجريت لاختبار كفاءة السوق إما إنها تفترض عدم وجود تكلفة للمعاملات ، أو أنها تقوم على تقدير لها يناسب التجار المحترفين أكثر مما يناسب المستثمر العادى .

٣ ـــ أن كثيراً من الاستراتيجيات التى يمكن أن يتولد عنها عائد متميز ، تتطلب مهارات عادة ما لا تكون متاحة للمستثمر العادى .

٤ ـــ أن هناك احتمال بأن السوق قد يصحح نفسه ، قبل أن يشرع المستثمر العادى فى تنفيذ الاستراتيجية التى يتوقع أن يتولد عنها عائد متميز . وفى حقيقة الأمر أنه كلما كانت الفرصة مربحة كلما كانت فترة بقائها واستمرارها ضيقة ، وهذا بالطبع أمر منطقى .

وبناء على هذا التحليل فإنه يمكن أن نقول ـــ ويكون قولنا صحيح دائماً ـــ أن كون حركة الأسعار فى السوق تتصف بعدم الرشد ، لا يعنى بالضرورة سعى المستثمر العادى لاستغلال الفرص لتحقيق أرباحاً غير عادية ، وذلك للأسباب الأربعة المشار إليها . وبعبارة أكثر دقة أنه حتى فى ظل كون السوق لا يتسم بالرشد ، فإن سمة عدم إمكانية تحقيق المستثمر العادى لأرباح متميزة ـــ وهى سمة أساسية للسوق الكفء ـــ لن يتم مخالفها ، وهذا أمر مهم . وهنا يقترح كين (PP. 30 and 32) ضرورة إعادة النظر فى المفهوم التقليدى لكفاءة السوق لكى يعكس هذه الحقيقة . فالرشد أى مدى قدرة السوق على أن تعكس الأسعار فيه كافة المعلومات المتاحة "Fully Reflects" Standard لا يعد معياراً ضرورياً للكفاءة . وفى نفس الوقت فإن اختبار كفاءة السوق وفقاً لهذا المعيار المثالى يعد ظلماً شديداً ، لأن الفشل فى اجتياز الاختبار ـــ وهو أمر محتمل ـــ قد يأخذه المعارضون زريعه لهدم فكرة الكفاءة كلية . بعبارة أخرى يعتقد كين فى أن مدى إمكانية المستثمر العادى تحقيق أرباح متميزة ، هو معيار كافى للحكم على كفاءة سوق رأس المال .

وللتعبير عن الفكرة فى اطار أزمة أكتوبر يمكن القول بأن الشواهد التى تدلل على أن حركة الأسعار غير الرشيدة هى السبب فى الأزمة ، من شأنها أن تضعف الثقة فى اعتبار أسعار السوق مؤشراً للظروف الاقتصادية المستقبلة ، أى تضعف الثقة فى مفهوم كفاءة السوق . ولكنها من ناحية أخرى لا تصل إلى حد الاعتراف بأن المنظور الذى لا يعترف بكفاءة السوق ، هو منظور يمكن قبوله . بعبارة أخرى أن التخلى على المعيار المثالى لكفاءة السوق ، وقبول معيار عملى يعترف بأن الأسعار لا تعكس كافة المعلومات المتاحة ـــ وهو ما

يترتب عليه حدوث حركة غير رشيدة فى أسعار السوق ــ لا يعنى اجهاضاً كاملاً لمفهوم الكفاءة ، طالما أن الحركة غير الرشيدة للأسعار لا يتوقع أن تثمر عن عائد متميز للمستثمر العادى .

ولعل هذا ما حدث خلال أزمة أكتوبر . فلو أن السوق غير كفء على الاطلاق وأن ما حدث خلال أزمة أكتوبر كان نتيجة لردود أفعال مبالغ فيها ، لتوقعنا أن توجد أوامر شراء من المستثمرين العاديين تستهدف اغتنام فرصة تحقيق أرباح غير عادية ، وهذا لم يحدث . فكما سبقت الإشارة فى القسم الأول من هذا الفصل يرجع الفضل فى مواجهة الأزمة لصناع السوق ، وللمنشآت التى تدخلت لإعادة شراء أسهمها ، إضافة إلى جهود البنك المركزى . أما المستثمر العادى فلم يكن له دور ملموس . فهو إما أحجم عن إبرام الصفقات ، أو ساهم بدوره فى إحداث المزيد من التدهور فى الأسعار من خلال إصدار المزيد من أوامر بيع فى السوق الحاضرة أو سوق العقود المستقبلة . ولعل هذا يتفق مع ما خلص إليه كين (Keane, 1991, P. 34) من أن التاريخ قد علمنا أن الفشل فى تفهم حركة الأسعار فى السوق لا يعنى بالضرورة أن حركة الأسعار غير رشيدة ، وحتى الحركة غير الرشيدة للأسعار لا تعنى وجود فرصة لتحقيق أرباح غير عادية . وحتى لو وجدت تلك الفرصة فإن العوامل التى سبقت الإشارة إليها ، قد تكشف عن أنها فرصة لا تستحق أن تُستغل بواسطة المستثمرين العاديين .

وبعيداً عن الجدل الذى أثاره كين Keane بشأن ضرورة إعادة النظر فى مفهوم كفاءة السوق والذى فصل بيننا وبين مناقشة التفسيرات الثلاثة لأزمة أكتوبر ــ نعود إلى القول بأن التفسيرات الثلاثة البديلة المطروحة وهى أن الأزمة هى ردود أفعال مبالغ فيها ، أو أنها بمثابة تصحيح أوضاع سابقة ، أو أنها تعبير عن كفاءة السوق ، كلها تفسيرات لم يحظ أى منها بتأييد حاسم يضع أيدينا على الحقيقة . وحتى دفاع كين عن كفاءة السوق لم يعطى لنا إجابة حاسمة . فلقد خلص إلى استنتاج قد يحظى بقبولنا ، ولكنه لا يقدم إجابة محددة . ونذكر هنا قوله الذى ــ سبق أن أشرنا إليه ــ بأن الفشل فى تفهم حركة الأسعار لا يعنى بالضرورة أنها حركة غير رشيدة (Keane, 1991,

(P. 34 . غير أن هذا يعنى من ناحية أخرى أنها قد تكون كما قد لا تكون حركة غير رشيدة . والآن ننتقل إلى الفصل الثامن عشر لعلنا نجد فى المتغيرات التنظيمية تفسير لأسباب الأزمة .

الخلاصـــة :

ساد الاعتقاد أبان أزمة أكتوبر بأن الأزمة قد نشأت فى أسواق الولايات المتحدة ، ومنها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال الأخرى . غير أن النظره المتأنية لحقيقة الأمور قد ألقت بظلال من الشك حول هذا الإدعاء . ذلك أنه قد اتضح أن الانخفاض الحاد فى الأسعار قد حدث فى الصباح الباكر من يوم ١٩ أكتوبر فى أسواق أخرى ، وذلك قبل أن تفتح بورصة نيويورك أبوابها فى ذلك اليوم . أما أسباب الأزمة فإنها تُصَنَّف فى مجموعتين : أسباب تتعلق بكفاءة السوق وقد انتهينا منها ، وأسباب تتعلق بنواحى تنظيمية يعرض لها الفصل الثامن عشر .

وبالنسبة للأسباب التى تتعلق بالكفاءة فقد إرتبطت بثلاثة تفسيرات للأزمة . التفسير الأول هو أن الأزمة لا تخرج عن كونها ردود أفعال مغال فيها من قبل المتعاملين . ثم التفسير الثانى الذى يرى أن الأزمة هى بمثابة تصحيح أوضاع سادت قبل وقوع الأزمة ، وفى ظلها إرتفعت الأسعار إلى مستوى لا تبرره التوقعات بشأن ربحية المنشآت والمخاطر التى تحيط بتلك الربحية . أما التفسير الثالث فهو أن الأزمة تأكيد لكفاءة السوق ، على أساس أن الانخفاض فى أسعار الأوراق المالية هو استجابة لمعلومات غير متفائلة عن الظروف الاقتصادية المستقبلة . ورغم المبررات التى ساندت هذه التفسيرات الثلاثة ، فإنه لا يمكن القول بثقة أن أى منهم يفسر حقيقة ما حدث فى أكتوبر . بقى أمامنا المتغيرات التنظيمية ، فهل ستؤدى بنا إلى طريق ننتهى فيه إلى تفسير مقنع للأزمة ؟ هذا ما سوف يكشف عنه الفصل الثامن عشر .

الفصل الثامن عشر
المتغيرات التنظيمية ويوم الإثنين الأسود

أشارت مقدمة الباب السادس الذى نحن بصدده إلى أن الأزمة تعزى لأسباب تتعلق بكفاءة السوق ، وأخرى تتعلق بنواحى تنظيمية . وقد خصص الفصل السابع عشر لتفسير الأزمة من وجهة نظر كفاءة السوق ، حيث خلصنا إلى أن التفسيرات البديلة التى تم طرحها قد عجزت عن تقديم إجابة مقنعة عن سبب تلك الأزمة . والآن نواجه الادعاء الآخر الذى يقضى بأن الأزمة ترجع فى الأساس إلى أسباب تنظيمية تتعلق بالسوق الأمريكية . هذا الإدعاء بالطبع يقوم على افتراض أن الأزمة نشأت فى الولايات المتحدة ، ثم انتشرت بعد ذلك فى أسواق رأس المال الأخرى ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع عشر .

وفى تناولنا للأسباب التنظيمية التى خصص لها هذا الفصل ، سنبدأ فى القسم الأول بإلقاء الضوء على أساليب التعامل التى استحدثت فى السوق الأمريكية فى منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات ، وهو ما سوف يضطرنا إلى التعرض لأسواق العقود المستقبلة وهى أسواق حديثة نسبياً ، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتلك الأساليب . ننتقل بعد ذلك إلى تحليل دور الأساليب المذكورة فى حدوث الأزمة ، وذلك فى ثلاثة أقسام متتالية من الثانى حتى الرابع . وأخيراً نختتم الفصل بالقسم الخامس الذى يعنى بتحليل الدور الذى لعبته أساليب العمل التقليدية المعمول بها فى الأسواق الأمريكية ، وخاصة فى بورصة نيويورك .

سوق العقود المستقبلة والأساليب المستحدثة :

ساد اعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر بأن أساليب الاتجار التى استحدثت فى السوق الأمريكية فى منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات ، إضافة إلى سوق العقود المستقبلة فى الأوراق المالية الذى بدأ نشاطه فى عام ١٩٧٢ (Francis, 1986, P. 682) هى التى تسببت فى إحداث الأزمة فى العالم بأسره . وقبل أن

نعرض لتلك الأساليب سوف نتناول موضوع له إرتباط وثيق بها ، وهو تباين الأنظمة بين أسواق العقود المستقبلة والأسواق الحاضرة .

الأنظمة فى السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلة :

كما سيتضح من القسم الثانى تعددت الادعاءات بأن من بين أسباب الأزمة تباين الأنظمة المعمول بها فى السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلة فى الولايات المتحدة الأمريكية . وفى هذا الصدد يشير توسينى (Tosini, 1988, P. 30) إلى أن من أهم الفروق بين السوقين أن هامش الشراء النقدى الجزئى فى العقود المستقبلة يغطى بسندات ، كما أن نسبته تتراوح بين ٢٪ ، ١٠٪ من قيمة العقد (Francis, 1986, P. 687) وهى نسبة صغيرة بالمقارنة مع مثيلتها فى السوق الحاضرة ، كما سبقت الإشارة فى الفصل الرابع . ويعزو تلسر (Telser, 1989, P. 109) صغر الهامش إلى أنه يتم مراجعته وتسويته من جلسة إلى أخرى خلال ذات اليوم ، بواسطة بيوت التسوية Clearing Houses بما يعنى عدم وجود فرصة لتراكم الخسائر ، وهو ما قد يحدث فى حالة الهامش النقدى الجزئى فى السوق الحاضرة .

وعلى عكس الهامش فى السوق الحاضرة الذى يقرر حده الأدنى البنك المركزى ، يتقرر الحد الأدنى للهامش فى سوق العقود بواسطة إدارة البورصة . وعادة ما تنص قراراتها فى هذا الشأن على عدم السماح للمستثمر بزيادة قيمة العقد إذا ما زادت نسبة الهامش ــ نتيجة لارتفاع أسعار الأوراق المالية التى يتضمنها العقد ــ وإن كان من حقه أن يضيف قيمة الزيادة إلى حسابه ، أو يسحبها نقداً فى نهاية اليوم (Tosini, 1988, P. 30; Francis, 1986, P. 688) ليستخدمها إذا شاء فى إبرام عقود جديدة . أما فى حالة هبوط أسعار الأوراق المالية التى يتضمنها العقد ، فإن هذا يعنى أن المستثمر قد منى بخسائر تخصم من حسابه . وإذا ما كانت الخسائر كبيرة لدرجة أنها هبطت برصيد حساب العميل إلى ما دون الهامش المطلوب ، حينئذ يصبح لزاماً عليه إما زيادة قيمة الهامش أو تصفية الصفقة .

وهكذا يبدو أن مفهوم الربح والخسارة يختلف بين السوقين . ففى سوق العقود المستقبلة يعتبر الارتفاع (الانخفاض) فى قيمة الأوراق التى يتضمنها

العقد أرباحاً حقيقية (خسائر حقيقية) . أما السوق الحاضرة فتنظر إلى تلك الأرباح والخسائر على أنها أرباح أو خسائر ورقية Paper profit or loss لا تضاف أو تخصم من حساب العميل ، إلا إذا تم بيع فعلى للأوراق المالية محل التعامل (French, 1989, P. 455) .

كذلك يتميز التعامل فى بورصة العقود المستقبلة بانخفاض العمولة ــ وبالتالى تكلفة المعاملات ــ إلى الحد الذى يشجع المستثمرين على شراء تشكيلة الأسهم التى يرغبون فيها من خلال عقد مستقبلى Stock Index Future بدلاً من شراء التشكيلة فوراً من خلال المتاجرة بالحزمة Program Trading فى السوق الحاضرة (Hill and Jones, 1988, P. 32) . بل ويضيف فرنسيس (Francis, 1986, P. 689) أن انخفاض تكلفة المعاملات قد شجع المتعاملين أيضاً على استخدام سوق العقود لتغطية Hedging ما يمتلكونه من أسهم ضد مخاطر تغير الأسعار ، وذلك بدلاً من الاستخدام المباشر لما يمتلكونه من تلك الأسهم فى بناء مركز يحميهم Offestting Position من تلك المخاطر .

ولتوضيح حجم الوفورات فى تكلفة المعاملات التى يمكن أن تتحقق ، يكفى أن نذكر أن تغطية مركز المستثمر فى سوق العقود لصفقة قيمتها ٤٠٠ مليون دولار يكلفه ١٢٥٠٠ دولار ، بينما تبلغ تكلفة المعاملات لصفقة مماثلة فى السوق الحاضرة ٤٠٠ ألف دولار (على أساس عمولة متوسطها ١٪) ، بما يعنى أن التعامل فى سوق العقود يوفر للمستثمر ٣٨٧٥٠٠ دولار على تلك الصفقة[١] .

ومن الفروق الجوهرية أيضاً بين سوق العقود والسوق الحاضرة ، أنه فى سوق العقود تقوم اللجنة القائمة على تلك السوق Commodity Futures Trading Commission (CFTC) يومياً باستلام تقارير عن كافة المتعاملين فيها ، الذين تزيد تعاملاتهم عن عدد معين من العقود . غير أن اللجنة المذكورة لا

---

(١) الحد الأقصى لعدد العقود التى يمكن أن يبرمها مستثمر على تشكيلة مماثلة لتشكيلة ستاندرد آند بور هى ٥٠٠ عقد (Tosini, 1988, P. 30) أما رسوم السمسرة على العقد الواحد فتبلغ ٢٥ دولار (Francis, 1986, P. 689) . هذا يعنى أن الحد الأقصى للعمولة على تلك الصفقة فى سوق العقود سوف تبلغ ١٢٥٠٠ دولار (٥٠٠ عقد × ٢٥ دولار) .

تسعى عادة للحصول على معلومات عن مركز هؤلاء المتعاملين فى السوق الحاضرة Cash or Spot Market وإن كان يمكنها ذلك . هذا وتضع لجنة سوق العقود حداً أقصى لعدد العقود التى يمكن أن يبرمها أحد المتعاملين ، وإن كان من الممكن تجاوز ذلك فى ظل ظروف معينة (Tosini, 1988, P. 30) .

يضاف إلى ذلك تباين آليات إزالة الخلل فى التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء (Grossman & Miller, 1988, P. 632) فالتوازن فى سوق العقود يتم من خلال تحرك السعر (بالانخفاض فى حالة زيادة أوامر الشراء عن أوامر البيع ، وبالارتفاع فى حالة زيادة أوامر البيع على أوامر الشراء) بسرعة ومباشرة إلى المستوى الذى عنده يحدث التوازن ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع عشر ، إضافة إلى ما سنشير إليه فى القسم الأخير من هذا الفصل . أما فى السوق الحاضرة فإن إزالة الخلل تستغرق بعض الوقت ، إذ عادة ما يتقرر إيقاف التعامل على السهم أو الأسهم التى تعانى من الخلل ، حتى يتمكن المتخصص من البحث عن طرف آخر يسهم فى إزالة الخلل ، وهو ما أشرنا إليه أيضاً فى الفصل السابع عشر ، ونضيف إليه المزيد فى القسم الأخير من هذا الفصل .

وأخيراً فإنه بالنسبة للتعامل فى تشكيلة من الأسهم (ولتكن تشكيلة مماثلة للتشكيلة التى يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠) فى سوق العقود المستقبلة ، يكون موقف المستثمر إما بيع على المكشوف أو شراء . وكما هو الحال فى السوق الحاضرة فإن البيع على المكشوف فى سوق العقود Selling Contracts Short or Short Position يقوم على توقع انخفاض الأسعار ، أما الشراء Buying Future Contracts or Long Position فيقوم على توقع ارتفاع الأسعار (Francis, 1986, P. 685) . وهنا تجدر الإشارة إلى أنه فى مثل هذه العقود لايتم تسليم الأوراق المالية محل العقد ، ولكن تتم التسوية وتصفية العقد نقداً Cash Settlement Contract فى تاريخ تنفيذه Expirating Contract . ولكن كيف يتم تسعير التشكيلة حتى يمكن أن تتم التسوية ؟.

يشير فرنسيس (P. 686) إلى أن سعر تشكيلة ستاندرد آند بور ٥٠٠

مثلاً ، يتم تسعيرها على أساس حاصل ضرب ٥٠٠ دولار فى قيمة المؤشر . فلو أن قيمة المؤشر ١٢٠ دولار تكون قيمة العقد الواحد من هذه التشكيلة ٦٠٠٠٠ دولار . ولو أن المستثمر كان قد باع عقداً Short Position من قبل عندما كانت قيمة المؤشر ١١٥ ، وأن قيمة المؤشر فى تاريخ التنفيذ أصبحت ١٢٠ ، فإن توقعاته تكون قد خابت مما يكبده خسائر قدرها ٢٥٠٠ دولار . أما المستثمر الذى اشترى منه العقد Long Position فى ذلك الوقت ، فيكون قد حقق أرباحاً قدرها ٢٥٠٠ دولار . بمعنى أن ما يخسره طرف يربحه طرف آخر ، وذلك فى ظل افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات . هذه العلاقة بين الرابح والخاسر غير قائمة فى السوق الحاضرة ، بمعنى أن خساره مستثمر ما لا تعنى بالضرورة مكسب لمستثمر آخر . هذا عن التباين فى الأنظمة بين أسواق العقود والأسواق الحاضرة ، والآن ننتقل إلى أساليب المتاجرة المستحدثة والتى كانت محط الأنظار إبان أزمة أكتوبر .

الأساليب المستحدثة فى الاتجار :

منذ منتصف الثمانينات استحدثت ثلاثة أساليب للمتاجرة فى أسواق رأس المال الأمريكية هى : المتاجرة بالحزمة ، ومراجحة مؤشر الأسهم ، وتأمين المحفظة . وفيما يلى نعرض بشيء من التفصيل لكل من هذه الأساليب ، تمهيداً لمناقشة دورها فى الأزمة وذلك فى أقسام أخرى تالية .

١ ــ المتاجرة بالحزمة :

جرت العادة فى التعامل أن يتضمن أمر البيع أو الشراء عدداً من أسهم منشأة واحدة . وفى عام ١٩٧٥ أدخل أسلوب جديد للمتاجرة أطلق عليه المتاجرة بالحزمة Program Trading or Package Trading وفيه يتضمن الأمر تشكيلة Portfolio من أسهم عدد من المنشآت المسجلة فى البورصة (Hill & Jones, 1988) . وقد أثبتت الممارسة ملائمة هذا الأسلوب للمؤسسات المتخصصة فى الاستثمار Institutional Investors وأيضاً للسماسرة التجار(٢) Broker/Dealer .

---

(٢) لا تقتصر مهام معظم بيوت السمسرة على نشاط السمسرة بل تمتد إلى ممارسة التجارة فى الأوراق المالية .

فقد تلجأ مؤسسة الاستثمار للمتاجرة بالحزمة عندما تعتزم تغيير التشكيلة التي تتكون منها محفظة الاستثمار ، أو في حالة تغيير الإدارة القائمة على المحفظة ورغبة الادارة الجديدة في اتباع استراتيجيات استثمارية تستلزم تغيير مكونات المحفظة الحالية . كما تلجأ المؤسسة إلى ذلك الأسلوب في حالة توفر موارد مالية إضافية أو في حالة سحب جزء من الموارد المالية المتاحة . ففي الحالة الأولى ينبغي شراء تشكيلة جديدة من الأسهم ، وفي الحالة الثانية ينبغي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة ، بما يحافظ على نسبة الموارد المستثمرة في كل سهم داخل التشكيلة (Hill & Jones, 1988, P. 30) . ويضيف قروسمان (Grossman, 1988, P. 18) إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية . ففي حالة هبوط أسعار الأسهم قد تعمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة ، وذلك في مقابل زيادة نسبة السندات .

أما بيوت السمسرة فتتعامل مع المتاجرة بالحزمة إما على أساس الوكالة أو على أساس معلومات عن الأصل (Hill & Jones, 1988, P. 51) . وبالنسبة للمتاجرة على أساس الوكالة Agency Basis يبيع السمسار كل سهم داخل التشكيلة على حده ، بأفضل سعر يمكن الحصول عليه . وهنا يبدو بيت السمسرة وكأنه وكيل يسعى إلى تنفيذ الصفقة بأفضل سعر ممكن لصالح العميل . أما المتاجرة على أساس معلومات عن الأصل فلها صور عديدة ، منها أن يكشف العميل لبيت السمسرة عن قائمة الأسهم التي تتضمنها التشكيلة وهو ما يطلق عليه بالصفقة المفتوحة Open Trade .

كذلك يمكن للعميل أن يكتفي بإعطاء وصف عام للتشكيلة دون ذكر التفاصيل عن الأسهم الفردية التي تتكون منها ، وهو ما يطلق عليه بالصفقة العمياء Blind Trade كأن يذكر النسبة التي تتضمنها التشكيلة من الأسهم المتداولة في السوق غير المنظمة ، أو من الأسهم الممثلة في أحد المؤشرات . كما يعطي العميل — في مثل هذه الصفقات — لبيت السمسرة التوقيت المحدد لإبرام الصفقة . أما السبب في عدم الإفصاح عن الأسهم والكمية من كل سهم التي تتضمنها التشكيلة ، فهي منع بيت السمسرة من محاولة أن يبرم

صفقات لحسابه الخاص على تلك التشكيلة قبل أن يتم تنفيذ الاتفاق مع العميل . أما الصورة الأخيرة من صور المتاجرة على أساس الأصل ففيها لا يعطى العميل لبيت السمسرة أى معلومات عن الأسهم التى تتضمنها التشكيلة ، أو توقيت إبرام الصفقة وهو ما يطلق عليه بالصفقة مزدوجة العمى Double Blind Trade .

وفى الصفقات المفتوحة والعمياء عادة ما يضمن بيت السمسرة سعر محدد للتشكيلة أو يضمن حداً أدنى للسعر ، على أن يحصل العميل على أعلى سعر نفذت على أساسه الصفقة . ونظراً لأن بيت السمسرة يحصل على عمولة عن الصفقات المنفذة ، فإنه فى ظل الصفقات العمياء يتوقف مقدار العمولة على حجم البيانات التى يتيحها العميل لبيت السمسرة . فكلما كان العميل شحيحاً بشأن المعلومات التى يوفرها للسمسار كلما زادت المخاطر التى يتحملها ، وزادت معها العمولة التى يطلبها .

هذا وتتم المتاجرة بالوكالة وبعض صفقات المتاجرة على أساس معلومات عن الأصل (خاصة الصفقات التى يتوافر فيها للسمسار بيانات كاملة) إما يدوياً أو اليكترونياً . وفى حالة التنفيذ اليدوى ما على بيت السمسرة إلا أن يبلغ الأوامر إلى السمسار الوكيل فى صالة البورصة ، الذى يرسلها بدوره إلى المتخصصين وفقاً للأسهم التى يتعامل فيها كل منهم ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع .

أما التنفيذ الالكترونى فيقصد به استخدام نظام سوبر دُت Super DOT الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السادس عشر ، وذلك فى الحدود الذى يسمح بها ذلك النظام . ويتم ذلك بإصدار الأوامر من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام ، ليذهب كل أمر إلى المتخصص الذى يتعامل فى سهم من الأسهم التى تتكون منها التشكيلة[٣] . وعادة ما يخزن السمسار فى الحاسوب الخاص به بيانات عن الأسهم المكونة لكل مؤشر ووزن كل سهم فيه[٤] . وما

(٣) سواء كان التعامل اليكترونيا أو يدوياً ، فإن الأمر ـــ فى السوق الحاضرة ـــ لا يتضمن سوى عدد من أسهم منشأة معينة ، وليس تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت .

(٤) قد يكون مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ أو أى مؤشر آخر يحتمل أن تتكون منه محفظة مؤسسة استثمارية ما .

على السمسار إلا أن يوجد مضروب ذلك الوزن بما يتلاءم مع حجم التشكيلة التى يتضمنها الأمر (Hill & Jones, 1988, P. 31) ليحصل على العدد من كل سهم داخل التشكيلة . فمثلاً لو أن التشكيلة التى تماثل تشكيلة مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، والتى قيمتها ٢٥ مليون دولار تتضمن ٩٦٣٨ سهم من أسهم شركة IBM فإن التشكيلة التى قيمتها ١٠٠ مليون دولار لابد وأن تتضمن ٣٨٥٥٢ سهم من أسهم تلك الشركة .

غير أن ما ينبغى الإشارة إليه أن المتخصص لا يتعامل على الإطلاق فى حزمة كاملة من الأسهم ، فتعاملاته تقتصر على الأسهم الفردية وبشرط أن لا تكون بكميات ضخمة (Grossman, 1988, P. 27) . هذا يعنى أن التعامل فى الحزمة ككل يكون فى حدود الاتصال المباشر بين سمسارين وكيلين أو أكثر ، أو من خلال الطابق العلوى فى بورصة نيويورك حيث يوجد تجار الصفقات الكبيرة Block Traders أو ممثليهم .

ويشير هل وجونز (Hill & Jones, P. 51) إلى تطورين أساسيين قد طرأ على المتاجرة بالحزمة . التطور الأول هو ظهور ما يسمى بتشكيلة المؤشرات Indexed Portfolio وهى استراتيجية تتبعها المؤسسات المتخصصة فى الاستثمار ، وعلى أساسها تبنى محفظة أوراقها المالية على أساس تشكيلة من الأسهم مماثلة للتشكيلة التى يقوم عليها أحد المؤشرات . ومن الأمثلة على ذلك التشكيلة التى تتكون من ذات الأسهم التى يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ ، أو مؤشر مستوى قيمة الاستثمار اللذان سبقا الإشارة إليهما فى الفصل السابع ، أو تشكيلة مماثلة للتشكيلة المكونة للأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك . وبالطبع إنعكس ذلك على المتاجرة بالحزمة إذ تداولت فى الأسواق حزم بتشكيلات مماثلة لتلك التشكيلات . أما سبب ظهور هذه الاستراتيجية الاستثمارية فهو ضمان أن يكون عائد المحفظة مماثلاً لعائد السوق ، إضافة إلى أن التغيير فى التشكيلة Turnover عادة ما يكون فى أضيق الحدود ، وهو ما يعنى انخفاض تكلفة الإدارة وتكلفة المعاملات .

أما التطور الثانى فهو ظهور العقود المستقبلة لمؤشر الأسهم Stock Index Future Contract وذلك فى عام ١٩٨٢ . وهذه العقود على درجة عالية من

السيولة ، كما تنطوى على تكلفة منخفضة للمعاملات . إلى جانب أن تنفيذها على أساس المتاجرة بالحزم ، أيسر وأرخص من تنفيذ حزم من الأسهم ذاتها فى السوق الحاضرة .

٢ ــ مراجحة مؤشر الأسهم :

تمثل مراجحة مؤشر الأسهم Stock Index Arbitrage أسلوباً للمتاجرة ، ينفذ فى سوق العقود والسوق الحاضرة فى ذات الوقت ، وفى تشكيلة من الأسهم مماثلة للتشكيلة التى يتكون منها أحد مؤشرات السوق . أما الهدف فهو الاستفادة من الفروق السعرية بين السوقين . فعندما تكون الأسعار فى سوق العقود المستقبلة أقل نسبياً (cheap) من القيمة العادلة Fair Value يتم بيع التشكيلة فى السوق الحاضرة وشرائها من سوق العقود المستقبلة (Hill & Jones, 1988, P. 32) . وقد يتم البيع فى السوق الحاضرة من خلال المتاجرة بالحزمة ، لذا يطلق على هذه العملية ككل بيع حزمة Sell Program . أما إذا كانت الأسعار فى سوق العقود أعلى من القيمة العادلة (rich) تباع التشكيلة فى سوق العقود المستقبلة ، ويشترى فى مقابلها تشكيلة مماثلة من السوق الحاضرة ، ويطلق على تلك العملية شراء حزمة Buy Program .

وهكذا فإنه إذا كانت عملية المراجحة تستهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين السوقين ، فإنه من شأنها أن تؤدى فى النهاية إلى تحقيق التوازن بين مستوى الأسعار بينهما ، وذلك أخذاً فى الحسبان أن القيمة العادلة التى تعد فى حقيقة الأمر بمثابة مؤشر على ملاءمة توقيت إجراء المراجحة ، تتحدد بالمعادلة ١٨ ــ ١ (Gould, 1988, P. 48) التى تفترض عدم وجود تكلفة للمعاملات[٥] .

القيمة العادلة = (١ + ف ــ ت) س   (١٨ ــ ١)

حيث ف ، ت تمثلان على التوالى معدل الفائدة على القروض الخالية من المخاطر ومعدل التوزيعات ، وذلك منذ إبرام الصفقة حتى تاريخ نهاية صلاحية

---

(٥) يشير قولد (Gould, 1988, PP. 49-51) فى نفس المرجع إلى الكيفية التى تحسب بها القيمة العادلة فى ظل وجود تكلفة المعاملات .

عقد الشراء أو البيع المستقبلى للتشكيلة . أما س فتمثل السعر الحالى للتشكيلة فى السوق الحاضرة .

ويكشف توسينى (Tosini, 1988, P. 29) عن أربعة أنماط أساسية من التشكيلات التى تتكون منها العقود المستقبلة التى تجرى عليها عمليات المراجحة . التشكيلة الأولى مماثلة للتشكيلة التى يتكون منها مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ S & P 500 والتى تتضمن أسهم ٤٠٠ منشأة صناعية ، ٢٠ منشأة خدمات عامة ، ٤٠ منشأة نقل ، ٤٠ منشأة مالية ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السابع . أما التشكيلة الثانية فهى توليفه مماثلة للأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك مضافاً إليها ١٥٠٠ سهم أخرى NYSE Composite . وتتكون التشكيلة الثالثة من أسهم أكبر وأعرق ٢٠ منشأة Major Market (Maxi) وتتكون من عدد من الأسهم التى يقوم عليها مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة (١٦ سهم) إضافة إلى أسهم أربع منشآت أخرى . وأخيراً تماثل التشكيلة الرابعة التشكيلة التى يقوم عليها مؤشر مستوى قيمة الاستثمار Value Line Index والتى تشتمل على أسهم ١٧٠٠ منشأة .

ويضيف هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 32) أن العقود المستقبلة للتشكيلات المماثلة لتلك التى تتكون منها مؤشرات الأسهم ــ شأنها شأن المتاجرة بالحزمة ــ قد أدخلت بغرض تحقيق الكفاءة فى تنفيذ الصفقات وتخفيض تكلفة المعاملات . بل وإن تكلفة المعاملات فى ظل العقود المستقبلة أقل من مثيلتها للمتاجرة بالحزمة فى السوق الحاضرة . ولعل هذا يفسر ضخامة العقود المستقبلة لبيع وشراء تشكيلات من الأسهم . فكما يشير توسينى (Tosini, 1988, P. 29) بلغ عدد العقود المبرمة على تشكيلات من الأسهم فى عام ١٩٨٦ ما يبلغ ١٢٣٢٧٤ عقد ، ارتفع عددها فى عام ١٩٨٧ إلى ١٥٩٣٠٥ عقد .

هذا مع ملاحظة أنه منذ أزمة أكتوبر ، وبالتحديد منذ ٢٠ أكتوبر من عام ١٩٨٧ فرضت قيود على المتاجرة فى تشكيلات الأسهم فى سوق العقود المستقبلة ــ كما سنشير فى القسم الأخير من هذا الفصل ــ مما كان له أثره السلبى على عدد وقيمة العقود المبرمة فى تلك السنة (Hill & Jones, 1988,

(P. 32 . فقبل ٢٠ أكتوبر كانت قيمة الصفقات اليومية لتشكيلات الأسهم فى بورصة العقود تتراوح بين ١٥٠٪ ، ٢٠٠٪ من قيمة الصفقات المبرمة فى بورصة نيويورك . أما بعد ذلك التاريخ فقد تراوحت النسبة ما بين ١٢٠٪ ، ١٥٠٪ .

٣ ـــ تأمين المحفظة :

من بين أساليب المتاجرة المستخدمة ، والتى يمكن أن تنفذ من خلال المتاجرة بالحزمة Trading Program ما يسمى بتأمين المحفظة Insurance Portfolio الذى يهدف إلى حماية محفظة الأوراق المالية ضد مخاطر تعرض قيمتها للإنخفاض ، مع ضمان تحقيق حد أدنى من العائد ,Garcia & Gould, 1987) (P. 45 وهذا ما جعل هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 34) ينظران إلى تأمين المحفظة على أنه اختيار بيع طويل الأجل نسبياً ، بمقتضاه يضمن المستثمر بيع مكونات المحفظة عند سعر معين بصرف النظر عن مستوى الأسعار السائد فى السوق وقت التنفيذ .

ويضيف رندلمان ومكنالى (Rendleman & McEnally, 1987, P. 27) أن مدى الحماية من مخاطر انخفاض قيمة المحفظة يتنوع ويتعدد حسب الهدف الذى يحدده المستثمر . فقد يتمثل الهدف فى خسارة لا تتجاوز حد معين أو ضمان عدم التعرض للخسارة على الإطلاق ، أو أن لا يقل العائد تحت أى ظرف عن مستوى معين . ويتحدد مستوى الخسارة بعبارة محددة . فمثلاً عبارة أرضيه صفر Zero Floor تعنى أن الهدف عدم التعرض للخسارة على الإطلاق ، أما عبارة أرضية ـــ ٥٪ Minus 5% Floor تعنى قبول خسارة فى حدود ٥٪ من قيمة المحفظة (Garcia & Gould, 1987, P. 46) .

ويكشف رندلمان ومكنالى (Rendleman & McEnally, 1987, P. 28) عن صورا مختلفة لتأمين المحفظة . ومن بين هذه الصور ، قيام المستثمر بتوجيه جزء من الموارد المالية المتاحة لشراء اختيار بيع يحقق الحماية المطلوبة ، ثم استخدام ما تبقى من تلك الموارد فى استثمار تقليدى . ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن مستثمراً ما يملك دولاراً واحداً ، ويرغب فى استثماره فى محفظة تحقق له حداً

أدنى من العائد قدره ٨٪ . دعنا نفترض كذلك أنه يوجد فى السوق وحده واحدة من تشكيلة مماثلة لأحد المؤشرات تباع بقيمة قدرها ٩٠٩, دولار ، كما أن هناك اختيار بيع أوروبى European Put على تلك التشكيلة ـــ على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى ـــ يباع بمبلغ قدره ٠٩١, دولار ، وبسعر تنفيذ قدره ١,٠٨ دولار .

على ضوء هذه المعلومات يمكن للمستثمر شراء اختيار بيع بمبلغ ٠٩١, دولار . وحيث أن ما يمتلكه هو دولار واحد فإنه يتبقى معه ٩٠٩, دولار ، يمكنه استخدامه فى شراء وحده من التشكيلة المتاحة . باختصار سيمتلك المستثمر وحده من التشكيلة ، كما سيمتلك فى ذات الوقت اختيار لبيع تلك الوحدة بسعر تنفيذ قدره ١,٠٨ دولار ، وذلك بصرف النظر عن السعر الذى ستكون عليه تلك الوحدة فى التاريخ المحدد للتنفيذ . وكما سبقت الإشارة فى الفصل الثانى لو أن سعر السوق لتلك الوحدة فى تاريخ التنفيذ كان أقل من سعر التنفيذ (١,٠٨ دولار) حينئذ يطلب المستثمر تنفيذ الاختيار أى أن يبيع الوحدة بمبلغ ١,٠٨ دولار ويحقق العائد المطلوب وقدره ٨٪ ، وذلك على أساس أنه استثمر دولاراً كاملاً فى شراء الوحدة والاختيار . أما إذا كانت قيمة الوحدة فى تاريخ التنفيذ أعلى من ١,٠٨ دولار ولتكن ١,١٢ دولار ، حينئذ لن يطلب المستثمر تنفيذ الاختيار ، إذ سيفضل بيع الوحدة بسعر السوق ويحقق عائداً قدره ١٢٪ .

وكما هو واضح ترتب على التأمين ضمان تحقيق العائد المطلوب حتى لو انخفضت الأسعار فى السوق عن السعر المتفق عليه أى سعر التنفيذ . أما إذا كانت أسعار السوق أعلى من سعر التنفيذ فسوف يحقق المستثمر عائداً أعلى من الحد الأدنى المطلوب ، وإن كان أقل من العائد الذى كان يمكن أن يحققه لو لم يتبع استراتيجية التأمين . لماذا ؟ لأنه سوف يوجه الدولار بالكامل للاستثمار ، ومن ثم فسوف يشترى ١,١ وحده (قيمة الأموال المتاحة للاستثمار التى تبلغ دولاراً واحداً مقسومة على ثمن شراء الوحدة الذى يبلغ ٩٠٩, دولار) . وعندما يرتفع سعر الوحدة إلى ١,١٢ دولار ، فإن ثروة المستثمر سوف تبلغ ١,٢٣٢ دولار (١,١ وحده مضروبة فى سعر الوحدة الذى يبلغ ١,١٢

دولار) . وعليه يصبح العائد المتولد ٢٣,٢٪ فى مقابل ١٢٪ فى حالة القيام بالتأمين[٦] . ويمثل الفرق (١١,٢٪) إحدى مصادر تكاليف التأمين التى تمثل فى حقيقة الأمر ثمناً للوقاية من التعرض للمخاطر ، والتى نجمت عن استثمار جزء من الموارد فى شراء اختيار البيع (Clark & Arnott, 1987, PP. 36-37) أما المصدر الآخر للتكلفة فينجم عن حقيقة أن حجم المحفظة ـــ فى الواقع العملى ـــ عادة ما يكون كبيراً ، ومن ثم يحتمل أن يضطر المستثمر عند عرضها للبيع أن يقدم تنازلات سعرية .

ويضيف رندلمان ومكنالى (Rendleman & McEnally, 1987, P. 28) إمكانية التأمين على المحفظة من خلال شراء اختيار شراء Call Option الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى ، إضافة إلى شراء استثمار خالى من المخاطر . مثل هذه التشكيلة ستنتهى بالمستثمر لذات الموقف الذى كان يمكن أن يكون عليه ، لو أنه اشترى من البداية اختيار بيع Put Option أوروبى . ولتوضيح الفكر دعنا نعود إلى المستثمر الذى يمتلك دولاراً واحداً يرغب فى استثماره فى محفظة مؤمنه ، تحقق له حداً أدنى للعائد معدله ٨٪ . يمكن لهذا المستثمر شراء اختيار شراء لتشكيله من الأسهم بسعر تنفيذ قدره ١,٠٨ دولار ، ولنفترض أن سعر ذلك الاختيار ٠٥, دولار . هذا يعنى أنه مازال لدى المستثمر ٩٥, دولار يمكنه توجيهها إلى استثمار خالى من المخاطر وذات دخل ثابت ولنفترض أن معدله ١٣,٦٨٪ مثلاً .

والآن دعنا نفترض كذلك أننا قد بلغنا تاريخ تنفيذ الاختيار ، وأن القيمة السوقية للتشكيلة أقل من ١,٠٨ دولار . فى هذه الحالة يصبح من المتوقع عدم تنفيذ الاختيار ، وبذا تتمثل متحصلات العملية فى ١,٠٨ دولار ، هى قيمة الاستثمار الخالى من المخاطر (٩٥, دولار) مضافاً إليها الفائدة المستحقة (٩٥, × ١٣٦٨, = ١٣, دولار) . هذا يعنى أن المستثمر قد حقق العائد المطلوب (٨٪) على المبلغ المستثمر والذى يبلغ دولاراً واحداً (٩٥, دولار

---

(٦) ينبغى أن يدرك القارىء أنه إذا كان العائد الذى يحققه المستثمر فى ظل التأمين ، أقل من العائد الذى يحققه لو لم يقوم بالتأمين وذلك فى حالة ارتفاع سعر السوق عن سعر التنفيذ ، فإنه فى حالة انخفاض سعر السوق عن سعر التنفيذ ، لن يحقق المستثمر نفس مستوى العائد الذى كان يمكن ان يحققه لو أنه قام بالتأمين على المحفظة ، بل وربما يتعرض لخسائر .

قيمة الاستثمار الخالى من المخاطر ، مضافاً إليه قيمة شراء الاختيار الذى لم ينفذه) . أما إذا اتضح أن القيمة السوقية للتشكيلة تزيد عن ١,٠٨ دولار ، حينئذ سيقوم المستثمر بتصفية الاستثمار الخالى من المخاطر ليستخدم حصيلته (١,٠٨ دولار) فى تنفيذ اختيار الشراء ، ليصبح موقف المستثمر مماثل تماماً لموقف مستثمر آخر قام من البداية بشراء اختيار بيع أوروبى على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . بعبارة أخرى سيحقق المستثمر عائداً يزيد عن الحد الأدنى للعائد المطلوب . فلو أن قيمة التشكيلة فى السوق ١,١٢ دولار ، يكون معدل العائد المتولد ١٢٪ ، على أساس أن المبلغ الكلى المستثمر هو دولار واحد فقط (٠,٠٥ دولار قيمة الاختيار ، مضافاً إليها ٠,٩٥ دولار تمثل قيمة الاستثمار الخالى من المخاطر الذى بلغت قيمته فى نهاية الفترة ١,٠٨ دولار) .

ويشير رندلمان ومكنالى (Rendleman & McEnally, 1987, P. 28) إلى أنه فى السوق الأمريكى عادة ما لا يستخدم المدخلين السابقين (اختيار البيع الأوروبى ، أو اختيار الشراء إلى جانب استثمار خال من المخاطر) وذلك لسببين جوهريين : السبب الأول أنه من الصعب العثور على اختيار بيع أو اختيار شراء بتاريخ وسعر تنفيذ يناسب استراتيجية التأمين التى يرغبها المستثمر . أما السبب الثانى فهو أن الاختيار Option الأكثر إتاحة للمستثمر الأمريكى هو الاختيار الأمريكى وليس الاختيار الأوروبى . ومن سمات الاختيار الأمريكى الذى يمكن أن ينفذ فى أى وقت – كما سبقت الإشارة فى الفصل الثانى – أن قيمته تكون أكبر لو تم تنفيذه فى أقرب وقت ، وهذا ما لا ينسجم مع استراتيجية التأمين ، إذ ينجم عنه ارتفاع تكلفة تنفيذ تلك الاستراتيجية . ويضيف هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 34) سبباً ثالث يتمثل فى أن أسواق الاختيار عادة ما تضع قيوداً على حجم عقود الاختيار التى يمكن أن يبرمها المستثمر ، وهو ما لا يلائم استراتيجية التأمين .

وللتغلب على تلك المشكلات ظهر أسلوبين بديلين هما : التخصيص الديناميكى للأصول ، والعقود المستقبلة على تشكيلة أسهم مماثلة للتشكيلة التى يتكون منها أحد مؤشرات السوق (Rendleman & McEnally, 1987, P. 29) .

ويقصد بالتخصيص الديناميكى للأصول Dynamic Asset Allocation الموازنة المستمرة Continuous Rebalancing بين تشكيلة مكونة من سهم (أو مجموعة أسهم) إضافة إلى استثمار خال من المخاطر مثل أذونات الخزانة ، التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثانى . ومن شأن هذه التشكيلة ـــ إذا أحكمت إدارتها ـــ أن تحقق ذات العائد الذى يمكن أن يتحقق فى ظل التأمين من خلال الاختيار الأوروبى ، لذا يطلق عليها بالاختيار الصناعى Synthetic Option .

ويتطلب هذا الأسلوب المحافظة على توازن مستمر بين حجم الاستثمار فى السهم (أو الأسهم) وحجم الاستثمار فى أذونات الخزانة ، بشكل يجعل حساسية التغير فى قيمة التشكيلة مماثلة لحساسية التغير فى قيمة أحد مؤشرات السوق ، وهو ما كان يمكن أن يحدث لو تم التأمين من خلال اختيار البيع الأوروبى الذى سبقت الإشارة إليه . فعندما ترتفع القيمة السوقية للأسهم التى تشتمل عليها المحفظة ، يقتضى التوازن التخلص من جزء من الاستثمار الخالى من المخاطر ، واستخدام حصيلته فى شراء المزيد من الأسهم . أما عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم يقتضى التوازن التخلص من جزء منها واستخدام حصيلته فى شراء المزيد من الاستثمار الخالى من المخاطر . هذا ويضيف هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 35) أن هذا الأسلوب لتأمين المحفظة ينفذ فقط فى السوق الحاضرة ، بمعنى أن التوازن يتم بالبيع والشراء فى تلك السوق .

أما البديل الثانى لتأمين المحفظة ، ونقصد به العقود المستقبلة على تشكيلة أسهم تماثل التشكيلة التى يتكون منها أحد مؤشرات السوق Future Contracts on Market Indexes، فإنها تستهدف أيضاً جعل التغير فى قيمة التشكيلة ، مماثل للتغير الذى كان يمكن أن يحدث لو تم التأمين من خلال اختيار بيع أوروبى . وفى ظل هذا الأسلوب يتم التأمين بإبرام عقد (أو عقود) بيع على المكشوف Short Position فى السوق المستقبلة يتضمن تشكيلة مماثلة لتشكيلة الأسهم التى تتكون منها المحفظة الفعلية التى يمتلكها المستثمر (Rendleman & McEnally, 1987, P. 29) .

وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للمحفظة ـــ فإنه رغبة فى تحقيق ربح أكبر ـــ يتم تخفيض التغطية بتصفية عقد أو أكثر من عقود البيع على

المكشوف ، وشراء إما تشكيلة من سوق العقود تماثل تشكيلة المحفظة الفعلية ، أو شراء تشكيلة من الأسهم من السوق الحاضرة باستخدام المتاجرة بالحزمة (Hill & Jones, 1988, P. 34) . أما إذا انخفضت القيمة السوقية للتشكيلة يقوم المستثمر بمزيد من البيع على المكشوف للتشكيلة فى سوق العقود المستقبلة ، بهدف تقليل الخسائر المحتملة . ويطلق على هذا الأسلوب فى التأمين بالتغطية الديناميكية Dunamic Hedging .

ويشير رندلمان ومكنالى (Rendleman & McEnally, 1987, P. 29) إلى أن التغطية الديناميكية تتميز على الاختيار الصناعى الذى سبقت الإشارة إليه فى أمرين : أولهما أن صفقة العقود المستقبلة يسهل تحويلها إلى نقدية ، ثانيها أن التغيير والتعديل فى مكونات المحفظة يكون فى حده الأدنى . ويضيف المؤلف أمر ثالث هو أن التعامل فى سوق العقود المستقبلة أقل تكلفة بسبب انخفاض تكلفة المعاملات ، بالمقارنة مع تكلفة المعاملات للاختيار الصناعى الذى ينفذ فى السوق الحاضرة .

وأخيراً ينبغى أن يكون واضحاً فى الأذهان أن تأمين المحفظة الذى يحقق كل هذه المزايا ليس بالمجان . ففى حالة ارتفاع القيمة السوقية للمحفظة تكون المكاسب المتولدة أقل من تلك التى تتحقق عن محفظة مماثلة غير مؤمنه . ويرجع ذلك إلى أن للتأمين تكلفة . ففى حالة التأمين من خلال اختيار بيع أوربى تتمثل التكلفة فى القيمة المدفوعة لشراء الاختيار ، والتى من شأنها أن تخفض معدل الفائدة المتولد كما سبقت الإشارة فى الصفحات القليلة السابقة . وفى حالة التأمين من خلال اختيار الشراء واستثمار خال من المخاطر ، توجد أيضاً تكلفة شراء ذلك الاختيار . وفى ظل استخدام مدخل التخصيص الديناميكى للأصول ، هناك تكلفة المعاملات الناجمة عن التعديل المستثمر لتحقيق التوازن فى مكونات التشكيلة . وأخيراً فإنه فى ظل التغطية الديناميكية توجد تكلفة المعاملات الناجمة عن التعديل المحتمل فى التشكيلة ، من خلال ابرام صفقات فى سوق العقود أو السوق الحاضرة .

وبصرف النظر عن الأسلوب المستخدم فى التأمين فإن هناك نوع آخر من التكاليف يتمثل فى التغير المحتمل فى الأسعار عند إبرام صفقة شراء أو بيع لجزء

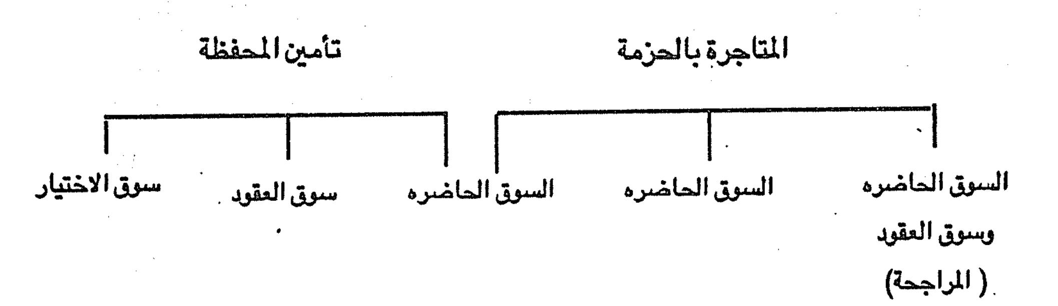
من المحفظة تنفيذاً لاستراتيجية التأمين . فالأوامر فى تلك الصفقات عادة ما تكون كبيرة بشكل يترك تأثيراً على أسعار الأوراق محل الصفقة .

وفى هذا الصدد توجد بدائل عديدة لتخفيض تكاليف التأمين ، من بينها قبول مستوى معقول من المخاطر . فبدلاً من الإصرار على تأمين لا يتكبد المستثمر فى ظله أى خسائر Zero Floor يمكن بناء استراتيجية التأمين على أساس قبول خسائر قدرها ٥٪ أو ١٠٪ مثل Minus 5% or 10% Floor مثل هذا الإجراء من شأنه أن يقلل التأثير السلبى للتأمين على عائد المحفظة فى حالة ارتفاع القيمة السوقية لها (Gareia & Gould, 1987, P. 50) . ويضيف كلارك وأرنت (Clarke & Arnott, 1987, PP. 39-40) إمكانية قصر التأمين على جزء من المحفظة فقط ، كما يمكن مد التأمين ليغطى فترة أطول . مثل هذه الإجراءات من شأنها تخفيض الأثر السلبى للتأمين على العائد المتولد .

ويلخص هل وجونز (Hill & Jones, 1988, PP. 35-36) العلاقة التى تربط بين المتاجرة بالحزمة ، والمراجحة بمؤشرات الأسهم ، وتأمين المحفظة ، وذلك على النحو الموضح فى شكل ١٨ — ١ . فكما يبدو فإن تأمين المحفظة ينفذ إما من خلال اتفاق الاختيار الذى يبرم فى سوق الاختيار ، كما يمكن أن ينفذ من خلال التعامل على تشكيلة مماثلة لتشكيلة أحد مؤشرات الأسهم وذلك فى سوق العقود ، أو ينفذ فى السوق الحاضرة وذلك بأن تتضمن المحفظة أذونات الخزانة إضافة إلى الأسهم التى تباع وتشترى فى السوق الحاضرة .

شكل ١٨ — ١

العلاقة بين المتاجرة بالحزمة وتأمين المحفظة والمراجحة



هذا ويشير شكل ١٨ — ١ إلى أن تأمين المحفظة لا يستخدم المتاجرة بالحزمة إلا عندما تنفيذ استراتيجية التأمين على الأسهم ذاتها فى السوق الحاضرة . وهنا يظهر دور المراجحة من خلال المتاجرة بالحزمة . فعندما ينجم عن استراتيجية التأمين خلل فى العلاقة بين الأسعار فى سوق العقود والسوق الحاضرة (بسبب انخفاض الأسعار فى حالة بيع الأسهم ، أو ارتفاع الأسعار فى حالة شراء الأسهم) تتم عملية المراجحة التى يُعتمد فيها على المتاجرة بالحزمة . غير أنه ينبغى أن يلاحظ من شكل ١٨ — ١ أن المتاجرة بالحزمة لا يُقتصر دورها على المراجحة ، بل يمكن أن تستخدم كأداة لتنفيذ استراتيجيات استثمار أخرى فى السوق الحاضرة ، إضافة إلى استراتيجية تأمين المحفظة التى تنفذ أحياناً فى السوق الحاضرة . كما يشير الشكل كذلك إلى أن تأمين المحفظة يمكن أن ينفذ من خلال المتاجرة بالحزمة كما يمكن أن ينفذ بوسائل أخرى . باختصار أنه يمكن أن تكون أو لا تكون هناك علاقة بين تأمين المحفظة وبين المتاجرة بالحزمة .

وإلى هنا نكون قد ألقينا الضوء على سوق العقود المستقبلة والمتاجرة بالحزمة والمراجحة وتأمين المحفظة التى كانت محل اتهام بأنها هى التى أحدثت أزمة أكتوبر . والآن جاء الدور لمناقشة تلك الاتهامات .

سوق العقود المستقبلة ويوم الإثنين الأسود :

نشأ الإدعاء بأن سوق العقود المستقبلة كانت سبباً فى حدوث التدهور فى أسعار الأسهم فى السوق الحاضرة (Grossman & Miller, 1988, P. 632) من الطريقة التى تواجه بها تلك السوق الخلل بين العرض والطلب . فعلى عكس السوق الحاضرة التى تواجه الخلل بتأن حتى لا تحدث تغيرات سعرية كبيرة فى الأسعار ، فإن الأسعار فى أسواق العقود تقفز مباشرة إلى المستوى الذى عنده يحدث التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من هذا الفصل . وهذا ما حدث أبان الأزمة ، فقد نجم عن تجمع أوامر البيع فى ليلة الإثنين الأسود إلى حدوث انخفاض كبير عند افتتاح بورصة العقود فى ذلك اليوم ، وقبل أن يبدأ التعامل فى السوق الحاضرة بسبب تأجيل الافتتاح ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع عشر .

وفى هذا يشير قروسمان وميلر (P. 632) إلى الإدعاء بأن الانخفاض الذى حدث فى أسعار سوق العقود المستقبلة ، كان بمثابة مصدر آخر للذعر بين الجمهور ، لأنه كان يعنى أن الأسعار لن تكون منخفضة فى ذلك اليوم فقط ، بل أن مزيداً من الانخفاض فى الأسعار سوف يحدث فى الأيام التالية . غير أن رول (Roll, 1988) يرد على ذلك بالقول بأن الانخفاض كان كبيراً فى الأسواق الحاضرة لدول لا يوجد فيها أسواق للعقود المستقبلة ، وأيضاً فى أسواق تبرم فيها تلك العقود ولكن فى حدود ضيقة ، كما هو الحال فى بورصة لندن (Meltzer, 1989, P. 26) . بل ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 23) وتلسر (Telser, 1989, P. 101) أن انهيارات سعرية قد حدثت فى الولايات المتحدة فى أعوام ١٩١٤ ، ١٩٢٩ ، ١٩٦٢ فى الوقت الذى لم يكن هناك فيه أسواق للعقود المستقبلة ، أو أساليب المتاجرة الحديثة التى عرض لها القسم الأول من هذا الفصل .

ويعترف قولد (Gould, 1988, PP. 53-55) بأن إبرام صفقات ضخمة فى سوق العقود المستقبلة يعد أيسر من إبرامها فى السوق الحاضرة ، وذلك بسبب انخفاض تكلفة المعاملات وانخفاض هامش الوقاية المطلوب لإبرام الصفقات ، كما سبقت الإشارة فى القسم الأول من هذا الفصل . ليس هذا فقط بل إن التقدم التكنولوجى المتاح لتلك السوق جعل من الممكن وفى لحظات أن يتعرف المستثمر فى أى مكان فى العالم على التغيرات السعرية فى سوق العقود المستقبلة ، من خلال أطراف الحاسوب . مثل هذه الميزة ــ أى سرعة الحصول على المعلومات ــ لا تتيحها السوق الحاضرة خاصة بالنسبة للصفقات الضخمة Block Trading التى عادة ما تبرم بعيداً عن أعين المتخصصين .

وفى ظل هذه السمات يصبح من المتوقع أن يتجه رد فعل المستثمر فى حالة التقلبات السعرية ــ كما حدث خلال أزمة أكتوبر ١٩٨٧ ــ إلى التعامل أولاً مع سوق العقود المستقبلة ، مما يجعلها مصدراً للمزيد من التقلبات السعرية خاصة فى المدى القصير . غير أن قولد (P. 54) يعود ليؤكد أن مثل هذه التقلبات السعرية كان لها أن تحدث حتى لو لم توجد سوق العقود المستقبلة . فمسئولية سوق العقود تقتصر على كونها تساعد فى الإسراع فى تدهور

الأسعار ، وذلك عندما تنفذ فيها استراتيجية تأمين المحفظة (Gould, 1988, P. 55) . بعبارة أخرى أنه لو لم توجد سوق العقود ، لكان من المتوقع فى ظل آلية إيقاف أو تأجيل التعامل المعمولة بها فى السوق الحاضرة ، أن تنخفض الأسعار إلى ذات المستوى ولكن بعد مضى وقت أطول .

ويكاد يتهم جينكى (Jahnke, 1987, P. 8) سوق العقود ، على أساس أن الانخفاض الذى حدث فى أسعاره جعلها أقل من الأسعار فى السوق الحاضرة ، أى أن سوق العقود كان يعمل بخصم At Discount وليس بمكافأة At Premium كما ينبغى أن يكون عليه الحال . وفى ظل هذه الظروف أصبح من غير المنطقى أن يلجأ المستثمر إلى سوق العقود ، وإبرام صفقات البيع على المكشوف التى تستهدف تغطية Hedging مخاطر انخفاض الأسعار . وبإغلاق باب التغطية فى سوق العقود ، إتجه المستثمرين إلى التخلص مما لديهم من أسهم ببيعها فى السوق الحاضرة ، باعتبارها الوسيلة الوحيدة الباقية للحد من الخسائر التى يتعرضون لها . هذا الإجراء كان من نتيجته احداث المزيد من التدهور فى الأسعار .

ويرد روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 39) على ذلك الاتهام ، بأنه كان من المستحيل خلال الأزمة الادعاء بأن مستوى سعر تشكيلة مؤشر ما ــ فى سوق العقود ــ أقل من مستوى سعرها فى السوق الحاضرة . فالأسهم الفردية المكونة للتشكيلة لم تتداول فى السوق الحاضرة فى نفس اللحظة . ومعنى هذا أن سعر التشكيلة فى السوق الحاضرة هو فى حقيقة أمره خليط من أسعار الأسهم الفردية فى توقيتات مختلفة . يضاف إلى ذلك أن الارتباك الذى حدث فى أداء السوق الحاضرة ترتب عليه عدم توفر بيانات عن الأسعار فى تلك السوق ، ومن ثم يصبح من الصعب قبول أى إدعاء يتعلق بوجود خلل بين الأسعار فى السوقين (Meltzer, 1989, P. 23) .

وفى هذا الصدد يشير ملتزر (P. 24) إلى ثلاث تفسيرات لانخفاض الأسعار فى سوق العقود مقارنة بالأسعار فى السوق الحاضرة . ويتمثل التفسير الأول فى إيقاف العمل بنظام دُت DOT فى يومى الإثنين والثلاثاء أى فى ١٩ ، ٢٠ من أكتوبر ، مما زاد من تكلفة تنفيذ المراجحة بين السوقين ، وأدى بالتالى إلى

انخفاض كفاءتها (Meltzer, 1989, P. 25) . بعبارة أخرى أنه لو لم يتوقف النظام المذكور لقامت المراجحة بوظيفتها على نحو أفضل ، وذلك من خلال الشراء من سوق العقود ذات السعر المنخفض والبيع فى السوق الحاضرة ذات السعر المرتفع ، وهو ما كان يمكن أن يسهم فى جعل سوق العقود يعمل بعلاوة (أى جعل الأسعار فى سوق العقود أعلى من السوق الحاضرة) وذلك بدلاً من أن يعمل بخصم . مثل هذا التفسير يمكن أن يكون مقبولاً ، لو أن المراجحة تمكنت من إزالة ذلك الخلل بعد يوم ٢٠ أكتوبر الذى ألغى فيه إيقاف التعامل بالنظام الآلى دُت ، وهو ما لم يحدث .

أما التفسير الثانى فيكمن فى نص القاعدة التى تقضى بعدم السماح بالبيع على المكشوف فى السوق الحاضرة إلا إذا كانت الأسعار فى صعود Up-Tick Rule على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع . غير أن القاعدة المذكورة لم تفسر سبب بقاء سوق العقود يعمل بخصم ، رغم أن الأسعار قد أخذت فى الصعود فى السوق الحاضرة منذ يوم ٢٠ من أكتوبر ، مما يعنى أن إمكانية البيع على المكشوف أصبحت متاحة (Meltzer, 1989, P. 24) .

وأخيراً يناقش ملتزر (P. 24) السبب الثالث الذى يقضى بأن سبب الخلل بين سوق العقود والسوق الحاضرة ، هو عدم التأكد بشأن قدرة المستثمرين وكذا منشآت تسوية الصفقات Clearing houses or Clearing Firms على مواجهة الأزمة ، مما جعل سوق العقود يعمل بخصم أى يبيع بسعر أقل من الأسعار فى السوق الحاضرة . غير أن هذا الإدعاء مردود عليه ، بأن الخوف لا يمكن أن يلحق بكافة المتعاملين فى تلك السوق . ففى سوق العقود تكون خسارة مستثمر ما (نتيجة لانخفاض الأسعار) مكاسب بذات القيمة لمستثمر آخر أى الطرف الآخر فى العقد The Future Market Is Zero-Sum Game . أما فى السوق الحاضرة فإن انخفاض الأسعار يعنى تعرض كافة المستثمرين للخسائر (Telser, 1989, P. 109) وعليه فإن الذى كان ينبغى أن يبيع بخصم هو السوق الحاضر وليس سوق العقود .

ويناقش توسينى (Tosini, 1988, P. 31) نظرية شلال الماء Cascade Theory التى تقضى بأن تدهور الأسعار فى السوق الحاضرة قد حدث نتيجة لعوامل خارجة عنة . إلا أن هذا الانخفاض كان بمثابة إشارة للقائمين على استراتيجية التأمين بضرورة بيع جزء من مكونات المحفظة على المكشوف فى سوق العقود ، الأمر الذى أدى إلى هبوط الأسعار فى تلك السوق عنه فى السوق الحاضرة ، إلى أن انتهى الأمر بسوق العقود لأن يعمل بخصم . وعندما حدث ذلك تدخل المراجحين Stock Index Arbitrageurs للشراء من سوق العقود ـــ التى أصبحت أرخص نسبياً ـــ والبيع فى السوق الحاضرة الأعلى نسبياً . والنتيجة المتوقعة من ذلك هو مزيد من الانخفاض فى أسعار فى السوق الحاضرة . هذا الانخفاض أصاب المستثمرين فى سوق العقود بالذعر ، مما أدى ببعضهم إلى تصفية مراكزهم ، وهو ما ترتب عليه مزيد من الانخفاض فى الأسعار فى تلك السوق . وهنا تدخل المراجحين مرة أخرى فازدادت الأسعار تدهوراً فى السوق الحاضرة ... وهكذا استمرت الدورة .

ويرد توسينى (P. 32) على ذلك بالقول أنه عندما يتحول التعامل فى سوق العقود من التعامل على أساس مكافأة إلى التعامل على أساس خصم ، أى عندما تصبح الأسعار فى سوق العقود أقل من الأسعار فى السوق الحاضرة ، فإن الدافع لتنفيذ استراتيجية التأمين أى بالبيع فى سوق العقود سوف تتضاءل . ثانياً أنه فى ظل القاعدة التى تقضى بمنع التعامل فى البيع على المكشوف إذا كانت الأسعار فى إتجاهها نحو الانخفاض Down-Tick Rule ، فإنه يصبح من المنطقى الادعاء بأنه فى ظل تدهور الأسعار خلال الأزمة ، أصبحت فرصة إجراء عمليات البيع على المكشوف التى تقتضيها استراتيجية التأمين محدودة . وأخيراً فإن عملية المراجحة كفيلة أن تحد من تأثير نظرية شلال الماء . فالشراء من سوق العقود والبيع فى السوق الحاضرة ، يعنى رفع الأسعار فى سوق العقود وخفضها فى السوق الحاضرة ، الأمر الذى يحقق علاقة التوازن بين الأسعار فى السوقين ، ويمهد بالتالى لتحقيق الاستقرار فى حركة الأسعار .

نخلص من ذلك بأنه لا توجد شواهد تؤكد على أن سوق العقود المستقبلة قد تسبب فى حدوث الأزمة ، أى تسبب فى انهيار الأسعار فى السوق

الحاضرة . ليس هذا فقط بل أنه لا يوجد اتفاق بشأن الأسباب التى أدت إلى جعل سوق العقود يعمل بخصم ، بينما يعمل السوق الحاضرة بمكافأة ، وهو الوضع الذى يتعارض تماماً مع المفهوم الذى تقوم عليه فكرة سوق العقود المستقبلة .

المراجحة والمتاجرة بالحزمة ويوم الإثنين الأسود :

من أبرز الأساليب المستحدثة هى المتاجرة بالحزمة ، والمراجحة على تشكيلة من الأسهم ، وتأمين المحفظة ، التى قدم القسم الأول وصفاً تفصيلياً لكل منها . هذا مع ملاحظة أنه وإن كانت المتاجرة بالحزمة أسلوب متاجرة مستقل فإنها أيضاً أداة يعتمد عليها فى تنفيذ الأسلوبين الآخرين أى أسلوب مراجحة مؤشر الأسهم وتأمين المحفظة ، وإن كان ارتباطها بالمراجحة أوثق من ارتباطها بتأمين المحفظة ، وهو السبب الذى جعلنا نفضل تناول المراجحة والمتاجرة بالحزمة معاً فى قسم واحد .

كما سبقت الإشارة تمثل مراجحة مؤشر الأسهم Stock Index Arbitrage أسلوباً للاتجار فى تشكيلة من أسهم — مماثلة لتشكيلة أحد المؤشرات — بهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلة . كما تعد المراجحة أيضاً أداة فعالة يمكن بها للمؤسسات المتخصصة فى الاستثمار أن تحقق تغطية Hedging لاستثماراتها ضد مخاطر انخفاض الأسعار ، وذلك لما تتصف به سوق العقود المستقبلة من انخفاض تكلفة المعاملات (Grossman, 1988, P. 290) .

ويشير فاما (Fama, 1989) إلى أن كفاءة سوق العقود المستقبلة تتحقق عندما يتقارب سعر السهم أو حزمة الأسهم فى السوقين . ويقصد بالتقارب هنا أن يكون السعر فى سوق العقود المستقبلة أكبر من السعر فى السوق الحاضرة بمقدار يعادل تكلفة الاحتفاظ Carrying Costs بتلك الأوراق حتى تاريخ تنفيذ العقد ، بما يتضمنه ذلك من تعويض ضد مخاطر انخفاض الأسعار (Telser, 1989, P. 107; French, 1989, P. 465; Tosini, 1988, P. 32) . ويطلق على فرق السعر فى هذه الحالة بالأساس Basis . ولكن ما هو الدور الذى تلعبه المراجحة فى هذا الشأن ؟.

يجيب فاما (Fama, 1989, P. 78) على ذلك بالقول بأنه إذ ما ارتفعت الأسعار فى سوق العقود المستقبلة إلى الحد الذى يجعل الأساس أقل من قيمة تكلفة الاحتفاظ بالأوراق محل الصفقة ، حينئذ يتوقع قيام المستثمرين بالشراء من سوق العقود (مما يؤدى إلى ارتفاع الأسعار فيها) والبيع فى ذات الوقت فى السوق الحاضرة (مما يؤدى إلى انخفاض الأسعار فيها) إلى أن يتحقق التوازن ، أى إلى أن يصبح فرق السعر مساوياً لتكلفة الاحتفاظ بالأوراق المالية . والعكس يتوقع أن يحدث لو أن الفرق بين السعرين يفوق قيمة الأساس .

هذا يعنى أن الادعاء بأن المراجحة ـــ بما تنطوى عليه من عمليات ضخمة ونتيجة لاستخدامها المتاجرة بالحزمة ـــ هى التى تسببت فى الخلل بين الأسعار فى السوقين مما ساهم فى حدوث الأزمة ، هو إدعاء عار تماماً من الصحة ، بل وأن العكس هو الصحيح . فأسلوب المراجحة من شأنه أن يعيد التوازن بين الأسعار فى السوقين أى يزيل الضوضاء من الأسعار (Hill & Jones, 1988, P. 32) كما أن أسلوب المتاجرة بالحزمة من شأنه أن يسرع فى تحقيق هذا التوازن .

بل ويضيف جينكى (Jahnke, 1987, P. 8) أن المراجحة لا يمكن أن تكون قد لعبت دوراً فى الأزمة وذلك لسببين : السبب الأول أن الموارد المالية المتاحة للمراجحين كانت قد نضبت أو كادت من جراء عمليات المراجحة التى جرت فى الفترة من ١٤ ـــ ١٦ أكتوبر . أما السبب الثانى فهو أن نظام سوبر دُت المعمول به فى بورصة نيويورك والذى يسهل المتاجرة بالحزمة ، التى هى سلاح ضرورى للمراجحة ، كان قد توقف تماماً فى منتصف يوم ١٩ أكتوبر ، تحت ضغط السيل المتدفق من أوامر البيع . بل ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 17) أنه لو كانت المراجحة هى سبب انهيار الأسعار ، فلماذا انهارت الأسعار بمعدلات أكبر فى أسواق أخرى لا تبرم فيها عقود مستقبلة ، ومن ثم لا يوجد فيه مكان للمراجحة ؟

بل ويؤكد قروسمان (Grossman, 1988, PP. 290-291) وهل وجونز (Hill & Jones, 1988, PP. 33-34) أن المتاجرة بالحزمة التى هى أداة مساعدة فى عمليات المراجحة ، قد لا تترك أثراً يذكر على الأسعار . فلو أن مؤسسة

استثمارية ترغب فى تخفيض حجم الأموال المستثمرة فى تشكيلة مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ (أى تشكيلة مماثلة لتشكيلة الأسهم التى يقوم عليها مؤشر ستاندرد آند بور) وذلك نظراً لتوقعها انخفاض فى أسعار الأسهم ، بينما توجد مؤسسة أخرى ترغب فى زيادة استثماراتها من تلك التشكيلة وبنفس الكمية ، نظراً لأنها تتوقع ارتفاع فى أسعار الأسهم ، حينئذ يمكن للمؤسسة الأولى أن تبيع الكمية التى تريدها على المكشوف Short Contract or Short Position بينما تشترى المنشأة الثانية عقداً مستقبلى على تلك التشكيلة Long Position على النحو الذى سبقت الإشارة إليه .

وحتى إذا اختلف توقيت قرار المؤسستين ، فلن يكون ذلك عائقاً أمام تنفيذ الصفقة . إذ يمكن للمؤسسة التى اتخذت القرار قبل المؤسسة الأخرى ، أن تتوجه مباشرة إلى الحلقة أو الحلبة المخصصة Trading Pit or Trading Ring وتنفذ الصفقة (بيع على المكشوف أو شراء) لدى صانع السوق أى لحسابه الخاص . وما على صانع السوق بعد ذلك إلا أن ينتظر الطرف الآخر (المشترى أو البائع على المكشوف) ليعقد معه صفقة عكسية ، ولينتهى الأمر كلية Liquidate the Position .

وهكذا تمكنت المؤسستين ـــ من خلال سوق العقود المستقبلة ـــ من التغطية ضد مخاطر تغير القيمة السوقية للتشكيلة وذلك من خلال صفقة واحدة ، ودون أن يحدث تأثير على الأسعار أو تكبد تكلفة عالية للمعاملات . أما لو تعلق الأمر بالسوق الحاضرة فإن المسألة تقتضى ٥٠٠ صفقة بمعدل صفقة لكل سهم ، وذلك على أساس أن المتخصص لا يتعامل على أساس تشكيلة من الأسهم بل يتعامل فى سهم معين . وحتى بالنسبة لصناع السوق الآخرين (بيوت السمسرة) فى السوق الحاضرة الذين يمكنهم التعامل فى تشكيلة من الأسهم ، فإن وجود سوق العقود وإبرام بعض الصفقات فيه يخفف من حجم المخاطر التى قد يتعرضون لها ، من جراء تباين توقيت القرارين الاستثماريين للمؤسستين المذكورتين .

ثم يطرح قروسمان (Grossman, 1988a, P. 291) سؤالاً آخر ماذا لو أن كافة المستثمرين يرغبون فى بيع تشكيلة ستاندرد آند بور ؟ حينئذ ستنخفض

قيمة التشكيلة فى سوق العقود ، وهنا يسارع المراجحون Index Arbitrageurs بشراء عقود مستقبلة على تلك التشكيلة ، ويبيعون فى مقابلها تشكيلة من الأسهم فى السوق الحاضرة . وهكذا لا تخرج مراجحة مؤشر الأسهم Stock Index Arbitrage عن كونها أداة . وفى غياب تلك الأداة كانت ستتجه مؤسسات الاستثمار — فى مواجهة مخاطر انخفاض الأسعار — إلى بيع التشكيلة ذاتها مباشرة فى السوق الحاضرة ، وذلك بدلاً من بيعها على المكشوف فى سوق العقود . بعبارة أخرى أنه فى غياب المراجحة كان سيتحمل صناع السوق فى السوق الحاضرة تبعات السيل المستمر من أوامر البيع التى تصدرها تلك المؤسسات — وهى أوامر ضخمة بطبيعة الحال — وهو ما يترك أثراً عكسياً على سيولة تلك السوق ، ويؤدى بالتالى إلى إحداث تقلبات كبيرة فى أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها .

باختصار تسهم المراجحة فى توزيع عبء السيولة على صناع السوق فى السوقين معاً ، أى تسهم فى توحيد السيولة المتاحة فى سوق العقود والسوق الحاضرة لمواجهة السيل المتدفق من أوامر البيع ، مما يحد بالتالى من التقلبات الكبيرة التى كان يمكن أن تتعرض لها الأسعار (Grossman & Miller, 1988, P. 633) . بل ويشير قروسمان فى دراسة أخرى (Grossman, 1988b, P. 24) إلى أن الانخفاض الذى يمكن أن تتعرض له الأسعار فى ظل وجود المراجحة — كما حدث فى أكتوبر — يعد صغيراً مهما كان حجمه ، وذلك بالقياس بالانخفاض الذى كان يمكن أن يحدث فى ظل غياب المراجحة . يضاف إلى ذلك أنه إذا كان ولابد أن نوجه اللوم لشىء ما ، فلنوجهه إلى السيل المتدفق من أوامر البيع وليس إلى المراجحة أو إلى المتاجرة بالحزمة التى يُعتمد عليها فى تنفيذ المراجحة . بل وأن دراسة رول (Roll, 1988, P. 31) قد كشفت عن أن نسبة انخفاض الأسعار فى الأسواق التى تنفذ فيها المتاجرة بالحزمة ، كانت أقل من نسبة انخفاض الأسعار فى الأسواق التى لا ينفذ فيها هذا الأسلوب من المتاجرة .

تأمين المحفظة ويوم الإثنين الأسود :

كما سبقت الإشارة فى القسم الأول من هذا الفصل تقضى استراتيجية تأمين المحفظة ، ببيع جزء من الأسهم التى تتكون منها تلك المحفظة فى سوق العقود عندما تتجه الأسعار نحو الانخفاض ، كما تقضى بشراء المزيد من الأسهم من تلك السوق عندما تكون أسعارها متجهه نحو الارتفاع . مثل هذه الاستراتيجية من شأنها أن تؤدى إلى المزيد من الانخفاض أو الارتفاع فى القيمة السوقية للأسهم ، نظراً لضخامة حجم الصفقات التى تبرم فى ظل تلك الاستراتيجية . ومع هذا فإنه من المحتمل أن يجد مستثمرين آخرين فى ذلك فرصة لتحقيق أرباح متميزة ، وذلك بمقابلة أوامر البيع أو أوامر الشراء بأوامر عكسية (شراء أو بيع) ، على أساس أنهم يدركون أن الدافع وراء أمر البيع أو أمر الشراء الذى أصدره المستثمر الأول ـــ والذى ترك أثره على الأسعار ـــ لا يرتبط بورود معلومات جديدة إلى السوق ، بل هو نتاج لتنفيذ استراتيجية التأمين . وبالطبع يتوقع أن تسفر تلك الأوامر العكسية إلى جعل آثار تلك الإستراتيجية على التغير فى الأسعار (انخفاضاً فى حالة البيع أو ارتفاعاً فى حالة الشراء) عند حده الأدنى (Fama, 1989, P. 79; Hill & Jones, 1988, P. 32) .

بل ويضيف فاما (P. 79) ويؤيده قروسمان (Grossman, 1988a, P. 290) أنه حتى لو نجم عن استراتيجية تأمين المحفظة تأثير على الأسعار ، فإن اللوم لا ينبغى أن يوجه إلى السوق أو إلى استراتيجية التأمين ذاتها ، بل ينبغى أن يوجه إلى المستثمر نفسه . ويقترح فاما عليه أن يسعى إلى تنفيذ تأمين المحفظة من خلال استراتيجية الشمس المشرقة Sunshine Trading التى سبقت الإشارة إليها فى القسم الرابع من الفصل السادس عشر ، وذلك بهدف جعل التغير فى الأسعار المترتب على تنفيذ استراتيجية التأمين فى أضيق الحدود .

وفى محاولة للرد على الادعاء بأن وجود سوق العقود جعل التقلبات السعرية نتيجة تنفيذ استراتيجية التأمين أكثر شدة ، يشير قروسمان (Grossman, 1988a, PP. 291-292) إلى أن الأمر على خلاف ذلك ، فلو لم توجد سوق العقود وتم تنفيذ استراتيجية التأمين فى السوق الحاضرة ، لكانت التقلبات فى الأسعار أكثر شدة . حقاً إن انخفاض تكلفة المعاملات فى سوق العقود يشجع على

الاستخدام المتكرر لتلك الاستراتيجية ، إلا أنه فى غياب سوق العقود كانت ستنفذ الاستراتيجية فى السوق الحاضرة . ولما كانت تكلفة المعاملات فى تلك السوق أكبر ، فإن المستثمرين ــ سعياً منهم لتحقيق بعض الوفورات فى هذه التكاليف ــ كانوا سيعمدون إلى إبرام عدد أقل من الصفقات مع تعويض ذلك بضخامة متوسط حجم الصفقة .

هذا يعنى بعبارة أخرى أنه فى غياب سوق العقود ، يتوقع أن تحدث تقلبات أكبر فى الأسعار نتيجة لضخامة حجم الصفقات ، إضافة إلى تكبد مؤسسات الاستثمار تكلفة أكبر للمعاملات . أما فى ظل وجود سوق العقود فإن صغر متوسط حجم الصفقة من شأنه أن يترك أثراً أقل على الأسعار (Hill & Jones, 1988, PP. 34-35) . ويضيف قولد (Gould, 1988, P. 35) أنه إذا كان من شأن استراتيجية تأمين المحفظة أن تزيد من سرعة تدهور أسعار الأوراق المالية فى حالة اتجاه تلك الأسعار نحو الانخفاض ، فإنها تسهم فى سرعة تصحيح الأوضاع وعودة الأسعار إلى مستواها إذا كان هناك ما يبرر ذلك(٧) .

ويضيف هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 35) أن وجود تأثير لاستراتيجية تأمين المحفظة من عدمه ، يتوقف على أسلوب تنفيذ تلك الاستراتيجية . فعندما تنفذ الاستراتيجية عن طريق الاختيار ، فإن تأثيرها على الأسعار يكون مؤقتاً ، ويحدث فقط فى الوقت الذى يشترى فيه الاختيار . أما إذا تم تنفيذ الاستراتيجية فى سوق العقود أو فى السوق الحاضرة ، فمن شأن ذلك أن يترك أثراً على أسعار الأسهم ، فى السوق الذى نفذت فيه تلك الاستراتيجية (P. 36) . وحتى إذا ما حدث هذا فإن المراجحة بين السوقين ــ خاصة باستخدام المتاجرة بالحزمة ــ كفيلة بأن تقلل الفجوة بين أسعار السوقين والتى أحدثتها استراتيجية التأمين ، وهو ما يعنى الحد من التأثير السلبى لاستراتيجية التأمين على أسعار الأوراق المالية محل الصفقة (P. 37) .

بل ويكشف هل وجونز (P. 33) أن برنامج الحاسوب الذى تنفذ من خلاله المتاجرة بالحزمة يعطي إشارات عندما تصل مستويات الأسعار إلى حد معين

(٧) ذات الميزة يمكن أن يحققها سوق العقود ــ بسبب انخفاض تكلفة المعاملات وهامش الوقاية ــ حتى فى غياب استراتيجية تأمين المحفظة .

(صعوداً أو هبوطاً) مما ينبه المتعاملين فى السوق إلى احتمال وجود فرصة سانحة لتحقيق أرباح متميزة[٨] . وإذا ما اتضح لهم ذلك ، فإنه يصبح من المتوقع قيام بعضهم بتغيير الأوامر التى سبق أن أصدروها ، من شراء إلى بيع أو من بيع إلى شراء ـــ حسب الظروف ـــ وذلك فى محاولة لاستغلال الفرصة المتاحة ، خاصة وأنهم يدركون أن التغير فى الأسعار يرجع إلى تأثير ضخامة الصفقة التى أبرمت وليس إلى معلومات جديدة . هذا الإجراء يعد بمثابة آلية للحد من التقلب فى الأسعار ، الذى يحتمل أن تحدثه المتاجرة بالحزمة .

كذلك يشير هل وجونز (P. 36) إلى وجود استراتيجيات تتوقف على إتجاه القيمة السوقية للاستثمار Value-Based Strategy أى القيمة السوقية للورقة المالية . وتقضى تلك الاستراتيجيات ـــ التى هى نوع من استراتيجيات تخصيص موارد المحفظة Asset Allocation Strategies ـــ بأن لا تسير قرارات الاستثمار فى ركب الآخرين . بمعنى أنه عندما تتدفق قرارات البيع من المستثمرين الآخرين مما يسفر عنه هبوط فى الأسعار ، يمتنع المستثمر ـــ الذى يتبع هذه الاستراتيجية ـــ أن يفعل نفس الشيء ، بل ينتظر لبعض الوقت ثم يصدر أوامر عكسية أى أوامر شراء . والعكس يحدث إذا ما تدفقت أوامر الشراء من مستثمرين آخرين ، فحينئذ ينتظر المستثمر لبعض الوقت ثم يصدر أوامر بيع .

باختصار يتم شراء الأوراق المالية عندما تنخفض قيمتها إلى مستوى أقل مما ينبغى ، ويتم بيعها عندما تصبح الأسعار مغال فيها . مثل هذه الاستراتيجية ـــ وما يماثلها ـــ والتى يتبعها العديد من المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ، من شأنها أن تعيد الاستقرار للأسعار بعد موجات عدم الاستقرار التى يحتمل أن تسببها استراتيجية التأمين . وربما يكون هذا قد حدث خلال أزمة أكتوبر .

بل ويضيف روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 42) أنه مع الانخفاض الكبير

(٨) هذا بالطبع يقتصر على الحالة التى تنفذ فيها استراتيجية التأمين فى السوق الحاضرة ، حيث يوجد بها نظام دُت . مع ملاحظة أن تنفيذ المتاجرة بالحزمة فى هذه الحالة ، سيكون على أساس إصدار أوامر منفردة لكل سهم داخل الحزمة .

والسريع فى القيمة السوقية للأوراق المالية إبان أزمة أكتوبر ، ارتفعت تكلفة المعاملات فى سوق العقود بشكل ملحوظ ، مما استدعى ـــ فى كثير من الأحيان ـــ الاكتفاء بالتأمين الجزئى والتوقف عن محاولة التأمين الكامل ، نظراً لارتفاع التكاليف المصاحبة . هذا يعنى أن تقلصاً كبيراً فى نشاط تأمين المحفظة يحتمل أن يكون قد حدث ، وبشكل جعل تأثير تلك الاستراتيجية على الأسعار فى أكتوبر أقل مما يتوقع له أن يكون لو أن التأمين كان كاملاً .

تأثير سوق العقود والأساليب المستحدثة :

يبدو واضحاً أنه لا توجد شواهد تؤكد على أن سوق العقود وأساليب الاتجار المستحدثة كانت من أسباب حدوث أزمة أكتوبر . ويؤكد على هذا الاستنتاج ما توصلت إليه دراسة أكثر حداثة قام بها جيرتى وملهرين (Gerety & Mulherin, 1991) اللذان حاولا قياس التغير فى الأسعار خلال الفترة ١٩٣٣ ـــ ١٩٨٩ ، وخرجا باستنتاج مؤداه أن تقلبات الأسعار بعد عام ١٩٨٢ ـــ وهى الفترة التى جمعت بين كافة الأساليب المستحدثة ـــ لم تكن أعلى من أى فترة سابقة[٩] . ليس هذا فقط بل أن التقلبات فى الأسعار فى الثلاثينات ـــ حيث لم تكن أسواق العقود ولا الأساليب المستحدثة قد ظهرت بعد ـــ كانت أكبر من التقلبات التى تعرضت لها أسعار الأسهم فى الثمانينات .

ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 23) أنه حتى لو صدق الادعاء بأن مستوى الأسعار فى سوق العقود خلال الأزمة كان أقل من المستوى المعدل للأسعار فى السوق الحاضرة ، فإن هذا لا يعزى إلى أساليب الاتجار المستحدثة[١٠] . وإلا كيف نفسر الانخفاض فى الأسعار فى أسواق لندن التى يتسم سوق العقود فيها بالصغر سواء بالمقارنة مع السوق الحاضرة هناك أو بالمقارنة مع سوق العقود فى الولايات المتحدة ؟ هذا إلى جانب أن نشاط تأمين المحفظة والمراجحة فى سوق لندن ضئيل للغاية وذلك بسبب النظام الضريبى المعمول به هناك (Meltzer, 1989, P. 26) . ويضيف ملتزر (P. 17) لو كانت

(٩) ظهرت المراجحة وتأمين المحفظة فى عام ١٩٨٢ ، بينما ظهرت المتاجرة بالحزمة فى عام ١٩٧٥ . أما سوق العقود فقد بدأ نشاطه فى عام ١٩٧٢ .

(١٠) يقصد بالمستوى المعدل للأسعار تعديل مستوى أسعار الأسهم فى السوق الحاضرة ، لتأخذ فى الحسبان الأسهم التى لم يكن قد جرى عليها التعامل فى يوم الإثنين الأسود .

الأزمة سببها الأساليب المستحدثة فى الاتجار ، لكان من المتوقع أن يوجد تباين فى نسب الانخفاض فى الأسعار فى أسواق الولايات المتحدة (بورصة نيويورك ، والبورصة الأمريكية ، والسوق غير المنظمة) يتمشى مع مدى استخدامها كل منها لتلك الأساليب ، وهذا لم يحدث .

لذا يعتقد هل وجونز (Hill & Jones, 1988, P. 36) أن أقصى اتهام يمكن أن يوجه إلى سوق العقود والأساليب المستحدثة ، هى أنها ساهمت فى سرعة حدوث الانهيار . ولو لم تكن تلك السوق وهذه الأساليب موجودة ، فإن التغير الوحيد الذى كان سيحدث هو أن وقتاً أطول نسبياً كان سيمضى ، قبل أن تتدنى الأسعار إلى المستوى الذى وصلت إليه فى يوم ١٩ أكتوبر ، وهذا ما أكده تقرير لجنة الأوراق المالية والبورصة .

أنظمة العمل التقليدية فى الأسواق الأمريكية :

من بين الادعاءات عن أسباب أزمة أكتوبر ، أنظمة العمل التقليدية فى الأسواق الأمريكية ، وبالتحديد : انخفاض تكلفة المعاملات ، وآليات إزالة الخلل بين العرض والطلب ، وهامش الوقاية فى البيع النقدى الجزئى ، ونظام المتخصصين ، والمزاد المستمر ، واستخدام الحاسوب فى تنفيذ الصفقات .

١ ـ انخفاض تكلفة المعاملات :

من بين الأسباب التى قيل أنها كانت وراء أزمة يوم الإثنين الأسود هو الانخفاض الكبير فى تكلفة المعاملات الذى ترجع جذوره إلى أوائل السبعينات . ويعزى هذا الانخفاض إلى ثلاثة أسباب رئيسية (Meltzer, 1989, P. 20) هى : الأخذ بأسلوب التفاوض فى تحديد العمولة Negotiated Commission وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السادس عشر ، وادخال نظام الاتجار بكميات كبيرة Block Trading وما ينطوى عليه من اقتصاديات الحجم الكبير فى تكلفة المعاملات ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه أيضاً فى الفصل السادس عشر . وأخيراً ظهور سوق العقود المستقبلة التى تبرم فيها الصفقات على تشكيلة من الأسهم ، والتى تنخفض فى ظلها العمولة مقارنة بالسوق الحاضرة ، وذلك على النحو الذى أشير إليه فى مواضع مختلفة فى هذا الفصل .

مثل هذا الانخفاض فى تكلفة المعاملات من شأنه أن يؤدى إلى سرعة استجابة المتعاملين للمعلومات الجديدة التى ترد إلى السوق . وعليه فعندما وردت أنباء تحمل فى طياتها ما يفيد انخفاض الأسعار ، تدفقت أوامر البيع بشكل لم يسبق له مثيل منذ الكساد العظيم ، مما أدى إلى سرعة تدهور الأسعار . وهنا يشير فاما (Fama, 1989) إلى أن سرعة استجابة السوق للمعلومات الجديدة هو أمر مرغوب فيه بلا شك ، ويؤكد على أن السوق كفء . ثم يتساءل ماذا لو لم تكن استجابة السوق للمعلومات سريعة ؟ حينئذ سيحجم المتعاملين عن إبرام الصفقات حتى تكتمل استجابة أسعار السوق لتلك المعلومات ، وبعدها تتدفق أوامر البيع بسرعة كبيرة . باختصار أن لانخفاض تكلفة المعاملات تكلفة تتمثل فى زيادة سرعة التقلب فى الأسعار ، إلا أن تكلفة المعاملات ليس من شأنها أن توقف تدهور الأسعار ، فالأسعار كانت ستصل إلى ذات المستوى المتدنى ، ولكن بعد مضى بعض الوقت .

وعليه فقد خلص فاما إلى أن الدور الذى يمكن أن يلعبه الانخفاض فى تكلفة المعاملات هو سرعة تدهور الأسعار ، أما الادعاء بأن انخفاض تكلفة المعاملات كانت من أسباب حدوث الأزمة فهو ادعاء مرفوض . وهذا ما أكدته دراسة رول (Roll, 1988) التى كشفت عن عدم وجود أى ارتباط بين نسبة انخفاض الأسعار فى الأسواق المختلفة وبين أنظمة العمل فى تلك الأسواق ، ومنها بالطبع تباين تكلفة المعاملات .

٢ ـ آليات إزالة الخلل بين العرض والطلب :

من بين أدوات إزالة الخلل بين العرض والطلب ما يطلق عليه بقاطع دورة التعامل Circuit Breaker . وفى الأسواق الحاضرة المنظمة (مثل بورصة نيويورك) يتم ذلك من خلال قيام المتخصص بتقديم طلب بإيقاف التعامل مؤقتاً Trading Halt على السهم الذى تعرض للخلل ، ثم يعود التعامل عليه بعدما تنجح محاولة إزالة الخلل ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع عشر . أما فى سوق العقود المستقبلة فإن الأداة المستخدمة هى وضع حدود للسعر Limit Price Move Rule الذى يمكن أن يتم عليه التعامل خلال اليوم . وإذا ما حدث خلل فى التوازن بين العرض والطلب

فى يوم ما ، تظل الأمور على ما هى عليه حتى اليوم التالى ، حيث توضع حدود للسعر تضمن إعادة التوازن . وإلى جانب الحدود الموضوعة للأسعار ، عادة ما تضع بورصة العقود نظاماً من شأنه أن يجعل التغيير فى الأسعار من جلسة إلى أخرى — خلال اليوم — فى حدود معينة (Francis, 1986, P. 640) .

وبنظرة مقارنة بين النظامين يبدو أن النظام المعمول به فى بورصة العقود المستقبلة ، يحقق استقراراً أكبر فى حركة الأسعار . ذلك أن آلية إيقاف التعامل فى السوق الحاضرة لا تضمن أى حدود للمدى الذى يمكن أن يصل إليها سعر السهم بعد انتهاء الإيقاف . بل ويعتقد تلسر (Telser, 1989, PP. 104-105) فى أن نظام حدود الأسعار المعمول به فى سوق العقود ، يمثل ميزة للمستثمرين من غير الأعضاء فى تلك السوق . ذلك أن وضع حدود للسعر الذى يجرى به التعامل طوال اليوم ، يعطى فسحة من الوقت للوكيل (أحد أعضاء السوق) لأن يتشاور مع المستثمر الذى كلفه بتنفيذ الأمر ليحصل منه على تعليمات جديدة ، وذلك عندما تعكس حدود الأسعار فى ذلك اليوم تقلباً كبيراً بالمقارنة بأسعار الأمس . مثل هذا النظام يمكن أن يكون له نفس الفائدة لو استخدم فى السوق الحاضرة المنظمة ، وذلك طالما أن المستثمر لا يتعامل بنفسه فى تلك السوق ، مما يعنى أنه يحتاج أيضاً إلى التشاور مع السمسار — الذى يقوم بتنفيذ العملية نيابة عنه — وذلك عندما تحدث تقلبات كبيرة فى الأسعار .

ومع هذا لا يعتقد تلسر (P. 104) فى أن عدم وجود حدود لحجم التغير فى الأسعار فى السوق الحاضرة كان من بين أسباب الأزمة . فوجود تلك الحدود لا يلغى حقيقة أن الأسعار تتحدد على ضوء المعلومات المتاحة . بمعنى أنه لو أخذت الأسواق الحاضرة بنظام الحدود ، فإن الأسعار كانت ستصل إلى نفس المستوى الذى وصلت إليه فى ظل النظام المعمول به الآن (نظام الإيقاف المؤقت للتعامل) ولكن بعد مضى وقت أطول . بعبارة أخرى يسهم نظام حدود الأسعار فى إبطاء سرعة التدهور فى الأسعار لا أكثر ولا أقل .

ويضيف روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 45) أن وضع حدود للتغير فى

السعر يعد بمثابة مغناطيس لجذب الأسعار Price Magnet فى ذات الإتجاه . فخلال الأزمات ، ما أن تقترب الأسعار من الحد المقرر إلا ويصاب المتعاملين بالذعر والهلع الذى يبرر إصدار المزيد من أوامر البيع ، مما يدفع بالأسعار أكثر وأكثر إلى نهاية الحد المقرر . وعلى أى حال فإن الدراسة التى قام بها ريتشارد رول (Roll, 1988, P. 30) قد كشفت بكل وضوح أن نظام حدود الأسعار لم يكن له أى تأثير على تدهور الأسعار . بعبارة أخرى لم يوجد تباين فى نسبة تدهور الأسعار فى الأسواق التى تأخذ بذلك النظام والأسواق الأخرى التى لا تأخذ به .

ومن ناحية أخرى يثور اعتقاد مضاد ــ أشير إليه من قبل ــ مؤداه أن آلية السوق الحاضرة المنظمة ، والمتمثلة فى إيقاف أو تأجيل التعامل Trading Halt لفترة من الزمن ، يمكن أن تحد من تدهور الأسعار . وفى هذا الصدد يعتقد فاما (Fama, 1989, P. 80) أن إيقاف التعامل الذى يستهدف الحد من تدهور الأسعار ، يزيدها تدهوراً فى حقيقة الأمر . لماذا ؟ لأن المستثمرين سوف يصدرون المزيد والمزيد من أوامر البيع خشية صدور قرار من البورصة بإيقاف التعامل . باختصار ينحصر الدور الذى يلعبه إيقاف التعامل فى تأجيل انخفاض الأسعار ، لتعود لتنخفض بسرعة بعد إعادة التعامل . ومما يؤكد وجهة النظر هذه ما أشار إليه روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 45) من أنه عندما أغلقت بورصة هونج كونج لمدة أسبوع ، فإن أسعار الافتتاح انخفضت انخفاضاً كبيراً عما كانت عليه قبل إغلاق البورصة .

ويشير فاما (Fama, 1989, P. 80) فى هذا الصدد إلى ما توصلت إليه دراسة رول (Roll, 1988, P. 30) التى كشفت عن أن معدل تدهور الأسعار فى الأسواق التى لم يوجد فيها نظام لإيقاف التعامل ، لم يكن أكبر من التدهور الذى أصاب الأسواق التى تعمل بذلك النظام . وهنا يتساءل فاما (P; 45) لماذا نحرص إذن على الابقاء على نظام إيقاف التعامل ، خاصة وأنه يمكن للمستثمر أن يوقف التعامل بنفسه متى رغب فى ذلك Personal Trading Halt .

٣ — هامش الوقاية :

كما سبقت الإشارة فى القسم الأول من هذا الفصل ، يعتبر هامش الوقاية فى سوق العقود منخفضاً كثيراً بالمقارنة بالهامش المطلوب فى السوق الحاضرة . وفى الظروف العادية ، يتوقع أن يكون لانخفاض الهامش أثراً إيجابياً على سيولة السوق ، إذ فى ظله يمكن إبرام الصفقة بقدر قليل من الموارد المالية ، وهو ما يترتب عليه تحسن فى الأسعار على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الخامس عشر . أما خلال الأزمات فإن انخفاض الهامش من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على السيولة . فعندما انخفضت الأسعار خلال أزمة أكتوبر طالبت منشآت تصفية الصفقات Clearing Firms المستثمرين بتعلية الهامش فى ذات اليوم ، غير أنه فى ظل انهيار الأسعار وجد المستثمرين أنه من الأفضل لهم التضحية بالهامش الذى سبق دفعه وفضلوا تصفية مراكزهم ، الأمر الذى ترتب عليه مزيد من الانهيار فى الأسعار .

ولكن هل زيادة الهامش هو العلاج الناجح لمواجهة الأزمات ؟ يقدم روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 44) وتلسر (Telser, 1989, P. 103) إجابة ممتعة لهذا السؤال ، إذ يذكران أنه إذا كان انخفاض الهامش فى الظروف العادية يؤدى إلى تحسين سيولة السوق ، فهل ينبغى أن نضحى بهذا الهدف ؟ إن سوق رأس المال يعمل بنجاح لأكثر من خمسين سنة ، فهل ينبغى أن نفرض عليه المزيد من القيود ، لا لشىء إلا لأنه إرتبك يومين أو ثلاثة فى مقابل انتظام لعشرات السنين ؟ يضاف إلى ذلك ما كشف عنه رول (Roll, 1988, P. 30) من أنه لا يوجد تباين بين معدل انخفاض الأسعار وبين الأخذ بنظام الهامش أو عدم الأخذ به ، مما يعنى أن الادعاء بأن صغر الهامش كان سبباً فى تدهور الأسعار هو محض افتراء ، وهو ما أكد عليه ملتزر (Meltzer, 1989, P. 32) وأشار إليه جيرتى وملهرين (Gerety & Mulherin, 1991, P. 72) .

بل ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 31) أن زيادة نسبة الهامش تعنى ارتفاع فى تكلفة المعاملات مما يترك أثره على سيولة السوق . كذلك فإن المطالبة بمساواة الهامش فى السوق الحاضرة مع الهامش فى سوق العقود ، يعد أمر غير منطقى . فالهامش فى السوق الحاضرة يمثل جزء من ثمن الصفقة يدفعه

المشترى من أمواله الخاصة ، على أن يدفع الباقى بقرض يحصل عليه ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع . أما الهامش فى سوق العقود فعادة ما يكون فى صورة أوراق مالية يقدمها كل من المشترى والبائع ، بما يضمن تغطية الخسائر التى قد تنجم عن تقلب الأسعار ، ومع كفالة الحق للمستثمر فى أن ينسحب طالما أبدى إستعداده لتغطية الخسائر(١١) . هذا إلى جانب أن تسوية الهامش تتم يومياً ـــ بل وربما لعدة مرات فى اليوم ، بعد كل جلسة من جلسات المزاد ـــ بما يعنى عدم وجود فرصة لتراكم الخسائر . باختصار فإن الهامش فى السوق الحاضرة يحمل فى ثناياه مفهوم الرفع المالى ، أما فى سوق العقود ـــ وخاصة فى عمليات المراجحة بين السوقين ـــ فلا يحمل الهامش هذه الصفة .

٤ ـــ نظام المتخصصين :

كما سبقت الإشارة فى القسم الرابع من الفصل الثالث ، والقسم الأول من الفصل السابع عشر ، يلعب المتخصصين فى بورصة نيويورك دوراً هاماً فى إزالة الخلل فى التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء . إذ من المفترض أن يدخلوا مشترين عندما تزيد أوامر البيع على أوامر الشراء ، كما يقفون دائماً على استعداد للبيع عندما تزيد أوامر الشراء على أوامر البيع . كل ذلك بالطبع فى حدود الضوابط التى تضعها البورصة ، والتى تمنع المتخصصين من محاولة استغلال الظروف على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث . وفى مقابل هذه المهمة الخطيرة الملقاه على عاتق المتخصصين لتوفير السيولة لما يتداول من أسهم ، فقد أضفت عليهم بورصة نيويورك سمة احتكارية . بمعنى أن الأسهم المسجلة فى بورصة نيويورك مقسمة على المتخصصين ، بحيث يكون لكل متخصص عدد معين من المنشآت التى يتعامل فى أسهمها ، لا يشاركه فيها متخصص آخر .

وتختلف الصورة تماماً عن ذلك فى السوق غير المنظمة وفى سوق العقود المستقبلة . ففى السوق غير المنظمة لا يوجد متخصصين ، وكل سهم مسجل

(١١) كما سبقت الإشارة فى موضع آخر فإن عقود السوق المستقبلة هى عقود نقدية Cash Contract لا تنطوى على تسليم للأوراق المالية محل الصفقة .

فى تلك السوق يمكن أن يتعامل فيه أى صانع سوق يرغب فى ذلك . ونفس الشىء ينطبق على سوق العقود . باختصار أنه على عكس بورصة نيويورك ، لا تُلْقَى مسئولية ضبط الخلل بين العرض والطلب لسنهم ما فى السوق غير المنظمة ، أو لعقد ما فى سوق العقود على عضو واحد من أعضاء السوق ، إذ يمكن لجميع الأعضاء الاضطلاع بتلك المهمة .

وعندما حدثت أزمة أكتوبر بدى المتخصصين غير قادرين على الاضطلاع بالمهمة الملقاة على عاتقهم ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل السابع عشر . فالإمكانيات المالية المتاحة لهم لم تكن كافية لاستيعاب السيل المتدفق من أوامر البيع ، مما اضطرهم إلى تأجيل جلسات الافتتاح لبعض الوقت ، وهو ما زاد من ذعر المتعاملين ودفع بهم لإصدار المزيد والمزيد من أوامر البيع للتخلص مما لديهم من أسهم ، وهو ما انعكس أثره على الأسعار مسبباً مزيداً من التدهور فيها .

ونتيجة لهذه الأوضاع تعالت الأصوات بضرورة إصدار تشريعات لزيادة الحد الأدنى المطلوب من الموارد ، التى ينبغى أن تتوافر للمتخصصين (Rubinstein, 1988, P. 44) . ولكن السؤال ما هو ذلك الحد الأدنى ؟ وهل يمكن لهذا الحد الأدنى ـــ مهما كان كبيراً ـــ أن يقف فى مواجهة أزمة مثل تلك التى عصفت بأسواق رأس المال فى يوم الإثنين الأسود ؟ ولصعوبة بل استحالة الإجابة على هذا السؤال تعالت أصوات أخرى بضرورة إعادة النظر كلية فى نظام المتخصصين ، وإتاحة الفرصة لكافة صناع السوق أن يتعاملوا فى أى سهم يتداول فى بورصة نيويورك ، وذلك على غرار ما يحدث فى بورصة لندن منذ عام ١٩٨٦ (Meltzer, 1989, P. 31) . ولكن هل هذا هو الحل ؟

إن هذا الاقتراح يقوم ضمنياً على افتراض أن عدم قدرة المتخصصين على مواجهة الموقف فى بورصة نيويورك كان هو سبب الأزمة ، وهذا افتراض خاطىء . أما الدليل فهو أن كثير من صناع السوق فى السوق غير المنظمة ـــ حيث لا يوجد المتخصصين ـــ فشلوا فى الاستمرار وانسحب الكثير منهم كلية من السوق خلال الأزمة (Meltzer, 1989, P. 22) ونفس الشىء حدث فى سوق العقود المستقبلة (Grossman & Miller, 1988, P. 632) كما سبقت

الإشارة . وقد يدعى آخرون أنه ينبغى الأخذ بالنظام المعمول به فى بورصة لندن ، والذى يقضى بتوقيع عقوبة صارمة على أى صانع سوق ينسحب من التعامل (Meltzer, 1988, P. 31) . وهنا نجد الإجابة فى دراسة رول (Roll, 1988, P. 20) التى كشفت عن أن بورصة لندن ـــ التى يوجد بها نظام العقوبات ـــ قد تعرضت لانخفاض فى الأسعار يفوق الانخفاض الذى تعرضت له السوق الأمريكية . ليس هذا فقط بل أن دراسته كشفت (P. 30) كذلك عن عدم وجود علاقة بالمرة بين نسبة الانخفاض فى الأسعار وبين الأخذ أو عدم الأخذ بنظام المتخصصين .

٥ ـــ المزاد المستمر :

كذلك ساد اعتقاد إبان الأزمة بأن نظام المزاد الواحد كان من بين أسبابها . ويقصد بالمزاد الواحد Single Auction تلقى الأوامر التى ترد طوال اليوم ، ثم تصفيتها (مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع) من خلال مزاد واحد . مثل هذا النظام من شأنه ـــ خلال الأزمات ـــ أن يؤدى إلى تراكم الأوامر بمعدلات عالية مما قد يترتب عليه خللاً شديداً فى التوازن بين العرض والطلب . هذا الخلل من شأنه أن يلقى عبئاً ثقيلاً على صناع السوق لتوفير السيولة ، وهو ما يتوقع أن يسفر عن هبوط شديد فى الأسعار . أما المزاد المستمر Continuous Auction ـــ وهو معمول به فى بورصة نيويورك حيث يضطلع به المتخصصين (Roll, 1989, P. 29) ـــ فمن شأنه أن يؤدى إلى تصفية الأوامر أول بأول مما يخفف عبء السيولة الملقى على عاتق صناع السوق ، ويقلل بالتالى من نسبة الهبوط المحتمل فى الأسعار .

ورغم وجاهة هذا التحليل فإن الواقع قد أثبت أن المزاد الواحد لم يكن أبداً سبباً للأزمة . ليس هذا فقط بل أن دراسة رول (PP. 32-33) قد كشفت عن أن نسبة الانخفاض فى الأسعار كانت أكبر فى الأسواق التى أخذت بنظام المزاد المستمر . وفى محاولة منه لتقديم تفسير لذلك ، فقد أشار إلى أن المزاد المستمر يشجع على سرعة اتخاذ القرار وعدم الانتظار إلى جلسة المزاد التالية ، وذلك رغبة فى إبرام صفقة البيع قبل الآخرين . مثل هذه القرارات السريعة يتوقع أن تسفر عن أخطاء ، قد يترتب عليها مزيداً من الفزع فى نفوس المتعاملين . أما

فى ظل المزاد الواحد فلا يوجد داع للعجلة ، بل على العكس ، يعطى المزاد الواحد للمستثمر فرصة للتأن ودراسة القرار على مهل دون أن يخشى شيئاً ، وذلك طالما يمكنه إصدار الأمر قبيل جلسة المزاد ببضع دقائق أو ربما ببضع ثوان . ففى نظام المزاد الواحد لا فرق بين من يصدر الأمر قبل الجلسة بساعات طويلة وبين الذى يصدره قبل الجلسة بثوان قليلة .

٦ ــ استخدام الحاسوب :

من بين الادعاءات أن نظام دُت DOT الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السادس عشر ، قد ساهم فى إحداث المزيد من التدهور فى الأسعار إبان أزمة أكتوبر ، نظراً للسرعة التى تبرم بها الصفقات . هذا الادعاء أيضاً عار من الصحة . فلقد كشفت دراسة رول (Roll, 1988, PP. 29-30) أن متوسط الانخفاض فى الأسعار فى الدول التى تستخدم الحاسوب بتوسع ، وهى الولايات المتحدة وكندا وانجلترا وفرنسا واليابان ، بلغ ٢١,٢٥٪ وذلك فى مقابل ٢٧,٨٩٪ فى ١٨ دولة أخرى تستخدم الحاسوب فى نطاق ضيق .

يضاف إلى كل ذلك أن نظام دُت توقف تماماً فى ظهيرة يوم ١٩ أكتوبر وطوال يوم الثلاثاء ٢٠ أكتوبر (Meltzer, 1989, P. 25) ، وأن نظام نازداك قد ارتبك هو الآخر فى ذلك اليوم وأصبح كأن ليس له وجود (Grossman & Miller, 1988, P. 632) كما سبقت الإشارة فى القسم الأول من الفصل السابع عشر . ورغم كل ذلك استمر تدهور الأسعار . ومرة أخرى يمكن القول بأنه إذا كان هناك مسئولية للحاسوب ، فربما تكون مساهمته فى الاسراع بمعدل الانخفاض فى الأسعار . وفى غياب الحاسوب كان من المتوقع أن تنخفض الأسعار إلى ذات المستوى الذى انخفضته ولكن بعد وقت أطول نسبياً .

وهكذا يتضح أن الادعاء بأن أنظمة العمل التقليدية فى السوق الأمريكية (تكلفة المعاملات ، وآليات إزالة الخلل ، وهامش الوقاية ، ونظام المتخصصين ، والمزاد المستمر ، واستخدام الحاسوب) كانت وراء حدوث الأزمة ، هو ادعاء لا يقوم على أى أساس ، إذ لا يوجد دليل يؤكد على مسئولية تلك الأنظمة عن أحداث أكتوبر .

كلمة أخيرة :

لم يحسم الفصل السابع عشر علاقة كفاءة السوق بأزمة أكتوبر . فالتفسير الذى يقضى بأن أزمة أكتوبر ما هى إلا نتاج لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين ، لم يحظ بالقبول . كما لم يحظ بالقبول كذلك ، الإدعاء بأن ما حدث هو بمثابة تصحيح أوضاع ، أو أنه استجابة لمعلومات عن الظروف الاقتصادية المستقبلة . وفى هذا الفصل كذلك لم يسفر التحليل عن مسئولية لسوق العقود ، أو لأساليب الاتجار المستحدثة ، أو للأنظمة التقليدية المعمول بها فى السوق الأمريكية .

ولعل فى هذه النتائج تأكيد على أهمية النداءات من كل صوب (e.g. Jahnke, 1987, P. 8; Fama, 1989; Miltzer, 1989) التى تدعو إلى ضرورة محاربة الاتجاه نحو فرض قيود على الأساليب المستحدثة ، سواء تعلق الأمر بتأمين المحفظة أو بالمراجحة أو بالمتاجرة بالحزمة أو بنظام سوبر دُت . فهذه الأساليب من شأنها أن ترفع كفاءة السوق طالما أنها تؤدى إلى سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الواردة (Keane, 1991, P. 33) ، وتزيد من سرعة إبرام الصفقات وما ينطوى عليه ذلك من تخفيض فى الوقت والتكلفة . إضافة إلى أنها تسهل على المستثمرين تنفيذ أساليب التغطية ضد مخاطر السوق ، أى ضد مخاطر تغير الأسعار . فأزمة يوم الإثنين الأسود ليست أول أو آخر الأزمات ، فسوف تحدث بعدها أزمات ، كما سبق أن حدث قبلها أزمات فى الوقت الذى لم تكن تلك الأساليب قد استحدثت بعد . ويضيف فاما (Fama, 1989, PP. 70-80) أن علاج الأزمات لا يتأتى بفرض قيود على أساليب الاتجار الحديثة ، بل بأن نتيح لها أن تعمل بكفاءة أكبر خلال الأزمة ، وهو أمر يحتاج إلى تدعيمها وليس توجيه اللوم لها . ولكن هل هذا ما حدث ؟

بعد الأزمة أصدرت بورصة نيويورك القاعدة ٨٠ أ Rule 80 A التى تقضى برفع تكلفة تنفيذ المراجحة عندما يحدث تغير بالزيادة أو النقص فى مؤشر دو جونز قوامه ٥٠ نقطة (Gerety & Mulherin, 1991, P. 77) . هذا بالطبع إضافة إلى ما يسمى برباط المتاجرة Trade Collar والذى بمقتضاه وضعت قيود على استخدام نظام سوبر دُت فى تنفيذ عملية المراجحة ، وذلك عندما تتعرض

الأسعار إلى تقلبات كبيرة . هذا يعنى ضمنياً امتداد القيد إلى المتاجرة بالحزمة وتأمين المحفظة .

كما وجد كذلك نظام آخر يطلق عليه Side-Car بمقتضاه تتحول كافة أوامر السوق التى دخلت من خلال السوبر دُت إلى الملف الأعمى Blind File الذى سبقت الإشارة إليه عند تناول المتاجرة بالحزمة ، وذلك عندما تحدث تقلبات كبيرة فى الأسعار . ثم بعد فترة تتراوح بين ١٥ دقيقة ، ٣٠ دقيقة تتم مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء ، وهى الأوامر التى تجمعت خلال تلك الفترة .

وبصرف النظر عن سلامة تلك الإجراءات ، مازال السؤال حائراً . ما هى أسباب الأزمة ؟ يضع تلسر (Telser, 1989, P. 102) قيداً للإجابة على هذا السؤال ، مؤداه أن أى تفسير مقنع لأزمة أكتوبر من عام ١٩٨٧ ، ينبغى أن يكون أيضاً مقنعاً فى تفسير أزمة أكتوبر من عام ١٩٢٩ . وهذا يعنى بالطبع استبعاد التفسيرات التى تتعلق بسوق العقود ، والأساليب المستحدثة ، والأنظمة الأخرى المعمول بها فى الأسواق الأمريكية . فكل هذه المتغيرات لم يكن لها وجود فى عام ١٩٢٩ . كما تستبعد أيضاً التفسيرات التى ترتبط بكفاءة السوق ، والتى عرض لها الفصل السابع عشر . والآن ماذا بقى لنا ؟

تكشف دراسة رول (Roll, 1988, P. 21) أنه لم يحدث فى أى شهر خلال الفترة ١٩٨١ — ١٩٨٧ أن كان إتجاه حركة مؤشرات الأسعار فى أسواق العالم الرئيسية فى ذات الاتجاه ، غير أن الحال تغير فى شهر أكتوبر من عام ١٩٨٧ حيث انخفضت كافة المؤشرات بما يزيد عن ٢٠٪ . ليس هذا فقط بل أن متوسط معامل الارتباط بين حركة مؤشرات الأسعار فى التسعة شهور السابقة على حدوث الأزمة لم يتجاوز ٢٢٢, . وعندما أضيفت التغيرات فى قيم المؤشرات خلال الثلاثة شهور الأخيرة من عام ١٩٨٧ ارتفع معامل الارتباط بين مؤشرات الأسعار إلى ٤١٥, . ويضيف ملتزر (Meltzer, 1989, P. 18) أنه بينما كان معامل الارتباط بين مستويات الأسعار فى أسواق الولايات المتحدة وانجلترا واليابان صغيراً قبل أكتوبر من عام ١٩٨٧ ، فقد ارتفع ارتفاعاً كبيراً ليصل إلى ٩, فى أكتوبر .

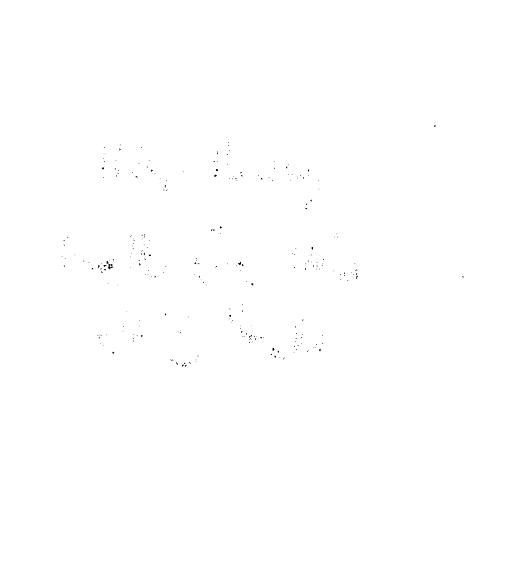
وإذا ما أخذنا فى الحسبان دحض كافة الادعاءات التى انطوى عليها الفصل السابع عشر والفصل الثامن عشر ، فإننا ينبغى أن نقف مؤيدين لوجهة نظر رول وملتزر والتى تقضى بأن الأزمة لابد وأن ترجع إلى متغيرات لها صفة العالمية . ولكن ما هى تلك المتغيرات ؟ الله وحده يعلم ، فالدراسات المتاحة لم تقدم إجابة على هذا السؤال .

الخلاصـــــة :

من بين الادعاءات التى سادت أبان أزمة أكتوبر أن أسبابها ترجع إلى سوق العقود المستقبلة والأساليب المستحدثة فى الاتجار ، إضافة إلى بعض نظم وأساليب العمل التقليدية فى الأسواق الأمريكية . غير أن مناقشة تلك الادعاءات انتهى إلى رفضها جملة وتفصيلاً ، وعلى ذات النحو الذى رفضت به التفسيرات الثلاثة للأزمة ــ التى عرض لها الفصل السابع عشر ــ والتى ترتبط بكفاءة السوق . وبناء على ذلك لم نجد أمامنا سوى التفسير الذى يقضى بأن الأزمة ترجع إلى متغيرات لها سمة العالمية ؛ أى إلى أسباب لا ترتبط بالولايات المتحدة الأمريكية وحدها . ولكن بقى السؤال ما هى تلك الأسباب ؟ لا أحد يدرى .

الباب السابع

أسواق رأس المال والمناخ العربي



تناول الكتاب حتى الآن أسواق رأس المال مع تركيز خاص على الأسواق الأمريكية ، نظراً لما تتميز به من تعدد وتنوع أدوات الاستثمار ، إضافة إلى سعيها المستمر فى استحداث أساليب متنوعة للاتجار ، تسهم فى توفير السيولة والكفاءة للسوق . والآن حان الوقت للتعرض لأسواق رأس المال العربية ، وذلك فى الفصلين اللذان يتضمنهما هذا الباب وهما الفصل التاسع عشر والفصل العشرون .

وبالطبع قد يتساءل القارىء ـــ وربما يكون تساؤله فى محله ـــ عن السبب فى الاقتصار على معالجة الأسواق العربية فى هذه المساحة الصغيرة . تتلخص الإجابة فى طبيعة المدخل المختار لهذا الكتاب ، والذى سنفصح عنه فى مقدمة الفصل التاسع عشر . يضاف إلى ذلك أن صغر المساحة لا يعكس محصله الفائدة التى يمكن أن يجنيها القارىء منها . فكما سيتضح تقدم محتويات هذا الباب مقترحات وتساؤلات تمثل خلاصة ما تضمنه الكتاب كله . ففى الفصل التاسع عشر نعرض لمقترحات وتساؤلات فى شأن أدوات الاستثمار ، ثم نعرض فى الفصل العشرون لمقترحات وتساؤلات فى شأن تنظيم وإدارة أسواق رأس المال العربية .

الفصل التاسع عشر
مقترحات لتنويع أدوات الاستثمار
فى أسواق رأس المال العربية

بعد تفكير عميق سبق التخطيط لمحتويات هذا الكتاب ، وجد المؤلف نفسه يفاضل بين ثلاثة مداخل بديلة لمعالجة موضوع الأوراق المالية وأسواق رأس المال . المدخل الأول وفيه يكون التركيز على الأسواق العربية . ثم المدخل الثانى الذى يميل إلى التركيز على أسواق لها سمعتها العالمية ، وتعمل فى دول تتشابه فى ظروفها ــ ولو إلى حد ما ــ مع الواقع العربى مثل أسواق رأس المال فى ماليزيا وسنغافورا . أما البديل الثالث فهو تناول الموضوع من منظور سوق حقق مستوى متميز من التقدم ، لعلنا نجد فيه ما يلائم ظروفنا المحلية ، وبشكل يتيح بناء أسواقنا العربية على أساس أفضل .

وبعد تحليل لمزايا البدائل الثلاثة وجد المؤلف أن البديل الثالث هو أكثرها جاذبية ، إذ من شأنه أن يثرى معرفة القارىء العربى بماهية تلك الأسواق ، وبشكل يجعل تحقيقها لأهدافها أمر ممكناً ، خاصة وأن المنشور عن تلك الأسواق كثير كثير . والقارىء العربى فى مفهوم هذا الكتاب هو كل من يهمه أمر تلك الأسواق ابتداء من رجل الشارع ، وطالب الجامعة ، والمحاسب ، والاقتصادى ، والسمسار ، والمحامى ، والمشرع ، والقائمين على شئون دور النشر ووسائل الإعلام ، والقائمين على تنظيم أسواق رأس المال ، والمسئولين عن شئون الاقتصاد فى الدولة ... وفوق كل هذا وذاك المستثمر الذى هو عصب تلك الأسواق .

ولقد دعم تفضيل البديل الثالث أن معظم أسواق رأس المال العربية قد نشأت حديثاً ، ويحتاج المهتمين بها والمتعاملين معها إلى مزيد من المعرفة بالتطور والتقدم الذى تحقق فى هذا المجال ، وذلك أكثر من حاجتهم إلى قراءة المزيد عن واقع تلك الأسواق ، خاصة وأن نشاطها محدود كماً ونوعاً ولا يحتاج الإلمام به إلى جهد كبير . هذا بالطبع إلى جانب وجود تساؤلات عديدة

حول كفاءة الأسواق العربية ، ومدى قدرتها على تحقيق الاهداف التي ينبغي عليها أن تحققها ، بل وتساؤلات عن جدوى تلك الأسواق أصلاً . هذه التساؤلات لا يمكن طرحها إلا فى ظل نموذج للقياس ، بحيث يمكن مقارنة واقع الأسواق العربية مع واقع الأسواق فى دول أخرى حققت سبقاً فى هذا المضمار .

يضاف إلى ذلك أن عدم تعرضنا المباشر للأسواق العربية يعفينا من الخوض فى محاولة لتقييم أدائها ، خاصة وأن نتائج التقييم ربما تكون مخيبة للأمال . ولكى نواجه أنفسنا بحقيقة أسواقنا العربية ، دعنا نتساءل لماذا لم يذكر سوق المناخ بدولة الكويت ـــ وهو أكثر الأسواق العربية رسوخاً ـــ إبان أزمة يوم الإثنين الأسود ؟ فعلى حد علم المؤلف واطلاعه لم يرد تصنيف بورصة الكويت ضمن البورصات ذات السمعة العالمية ، ومن ثم لم يعرض لها المحللين من قريب أو من بعيد . وذلك على العكس من بورصة سنغافورا وماليزيا وهونج كونج وجنوب أفريقيا .

وهنا قد يتوقف القارىء ليتساءل عن أنه إذا كانت قضية القياس لها أهميتها ، فلماذا لم يركز الكتاب على أسواق فى دول تتشابه ظروفها مع الواقع العربى مثل ماليزيا وسنغافورا ؟ ولاجابة هذا السؤال شقين : الأول أنه لا توجد كتابات منشورة بقدر كافى بشأن تلك الأسواق ، الأمر الذى يجعل من الصعوبة بمكان التخطيط لكتاب على هذه الدرجة من التخصص . أما الشق الثانى وهو الأهم ، فيتمثل فى أن أسواق رأس المال هى أسواق لرأس المال بما يعنيه ذلك من انفتاح على العالم بأسره . مثل هذه السمة تعنى أن تأثير البيئة المحلية على آليات السوق والفلسفة التى يقوم عليها هو تأثير محدود .

يضاف إلى ذلك أنه إذا كان لنا من نموذج للقياس ، فلماذا لا نضع نصب أعيننا نموذج متقدم نختار منه ما يلائم ظروفنا ـــ عندما يكون لتلك الظروف تأثير فى الاختيار ـــ وبما يسمح لنا أن نضع لبنات قوية لأسواقنا العربية ؟ ولعل فى جدول ١٧ ـــ ١ ما يؤكد على أن تجنب نموذج ماليزيا وسنغافورا له ما يبرره . فخلال أزمة يوم الإثنين الأسود جاء ترتيب سنغافورة الثانى وترتيب ماليزيا الرابع من حيث ضخامة حجم الانخفاض الذى تعرضت له أسعار

أوراقها المالية مقاسة بالعملة المحلية . وعندما قيس الانخفاض بالدولار جاء ترتيب سنغافورا الثالث بينما ظلت ماليزيا قابعة فى المركز الرابع . هذا يعنى ان قدرتها على مواجهة الأحداث كانت متواضعة .

وهكذا أصبح النموذج الأمريكى هو المرشح لأن يكون الأساس الذى يقوم عليه هذا الكتاب . وحتى يتحقق شيء — وشيء فقط — من التوازن فقد خصص الباب السابع للأسواق العربية ، وذلك بعد أبواب ستة غطت الجوانب الأساسية لأسواق رأس المال فى الولايات المتحدة الأمريكية التى هى من أكبر وأكثر أسواق العالم تقدماً ، والتى هى النموذج الذى يضعه المؤلف نصب عينيه فى التخطيط للفصلين اللذان يتكون منهما هذا الباب . ولمضاعفة الفائدة المرجوه من المعالجة المقترحة سوف يُقَدَمْ فى هذين الفصلين مقترحات وتساؤلات ، إذا ما أعطاها المهتمين بأسواق رأس المال العربية وقتاً كافياً لتأملها على ضوء محتويات الأبواب الستة السابقة ، لكان من المحتمل أن يكون لها أثراً إيجابياً على كفاءة تلك الأسواق .

هذا وقبل أن نعرض للمقترحات بشأن أدوات الاستثمار التى خصص لها هذا الفصل ، سوف نعرض فى القسم الأول منه لأهمية أسواق رأس المال ، وذلك بتفصيل أكبر مقارنة بما ذكر عنها فى الفصول الأولى التى تضمنها هذا الكتاب . ويعتبر هذا القسم بمثابة مقدمة ضرورية لبقية محتويات هذا الفصل والتى تتمثل فى القسم الثانى الذى يقدم مقترحات وتساؤلات بشأن أدوات الاستثمار ، كما يعد أيضاً مقدمة ضرورية للفصل التالى أى الفصل العشرون الذى يقدم مقترحات وتساؤلات بشأن تنظيم وادارة أسواقنا العربية .

أهمية أسواق رأس المال :

الأصول المالية Financial Assets من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية ما كان لها أن تؤدى وظيفتها بكفاءة ، ما لم توجد أسواق المال التى تتداول فيها تلك الأصول . وإذا كان لأسواق المال أهميتها فى هذا الشأن ، فإن الدور الحيوى الذى تلعبه الأصول المالية فى الاقتصاد ، قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على أسواق المال . فالأصول المالية وجدت لسبب جوهرى

وأساسى ، يتمثل فى أن مدخرات الأفراد والمنشآت والحكومة تتكون فى فترة زمنية ، ليس من الضرورى أن تكون هى ذاتها الفترة الزمنية التى يخطط فيها هؤلاء المدخرين لاستثمار تلك المدخرات فى أصول حقيقية Real Assets من آلات وعدد ومبانى ومخزون ... وما شابه ذلك من أوجه الاستثمار (Van Horne, 1989a, PP. 538-539) .

فلو أن المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوى حجم الاستثمار فى الأصول الحقيقية فى جميع الأوقات ، ما كان هناك حاجة إلى الأصول المالية أو أسواق النقد أو أسواق رأس المال . فكل وحده اقتصادية كان يمكنها تمويل مصروفاتها واستثماراتها الحالية من ايراداتها الحالية ، دون حاجة إلى تمويل خارجى . باختصار نجمت الحاجة إلى الأصول المالية — وبالتالى لأسواق المال — عن كون الاستثمارات فى الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية تفوق مدخراتها ، وتحتاج بالتالى إلى مزيد من الموارد تقدمها لها وحدات اقتصادية أخرى لديها مدخرات تفوق استثماراتها .

هذا وتتكون أسواق رأس المال — التى هى شق من أسواق المال — من سوقين أساسيين يرتبطان معاً برباط وثيق هما : السوق الأول ، والسوق الثانى . ويقصد بالسوق الأول مجموعة المؤسسات المتخصصة فى اصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية . وتتمثل تلك المؤسسات فى بيوت السمسرة الكبيرة التى يطلق عليها بنوك أو بنكيرات الاستثمار ، كما قد تتمثل فى البنوك التجارية وذلك فى الحالات التى يتسم فيها سوق رأس المال بالصغر .

وكما يبدو فإن السوق الأول الذى يتكون من المؤسسات المشار إليها لا يخرج عن كونه وسيطاً بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية . غير أن لهذا الدور البسيط آثاره المحموده . فهو يتيح للأفراد فرصاً متعددة لاستثمار مدخراتهم ، كما يتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم أو سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو . كل هذا بالطبع يترك أثره الايجابى على الاقتصاد القومى ، وعلى مستوى معيشة المواطنين بالتبعية .

ولا يقل الدور الذى يلعبه السوق الثانى أهمية . ذلك أنه السوق الذى يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأول (Lorie et al, 1985, P. 1; Schall & Haley, 1988, P. 16) . فالمستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التى يمتلكونها إلى الأبد ، وذلك فى الوقت الذى لا يمكنهم فيه إسترداد قيمتها من المنشآت التى أصدرتها ، طالما أن تلك المنشآت مستمرة فى ممارس النشاط . وعليه فإنه ما لم يوجد السوق الثانى ما كان للسوق الأول أن يؤدى دوره بكفاءة (Reilly, 1985, PP. 66-67) . فالمستثمر كان سيتردد كثيراً قبل أن يُقْدِمْ على شراء أوراقاً مالية من السوق الأول ، إذا كان يعتقد فى أن فرصته محدوده فى التخلص منها بسعر معروف فى الوقت الذى يريده ، وهو ما يوفره له السوق الثانى .

ويضيف ريلى (P. 67) أنه إذا كان للسوق الثانى أهميته بالنسبة للمستثمر ، فإن له أهميته أيضاً للمنشآت المصدرة للأوراق المالية . حقاً لا تحصل تلك المنشآت على أى إيرادات من صفقات بيع أوراقها المالية التى تبرم فى ذلك السوق ، إلا أن كون سعر الورقة المالية يتحدد على أساس المعلومات المتاحة للمتعاملين فى السوق بشأن المنشأة المصدرة للورقة ، يعنى أن أى إصدار إضافى من تلك الورقة فى المستقبل غالباً ما سيتم تصريفه ــ من خلال السوق الأول ــ بسعر قريب جداً من السعر الذى تباع به فى السوق الثانى .

بعبارة أخرى أن السوق الثانى هو الذى يحدد تكلفة الأموال للمنشآت التى تتداول أوراقها فيه . فكلما كانت أسعار أوراقها المالية فى السوق الثانى مرتفعة ، كلما زادت حصيلة الاصدارات الجديدة وانخفضت بالتالى تكلفة الأموال . هذا إضافة إلى أن لارتفاع سعر الورقة فى السوق الثانى تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة . ويتمثل التأثير المباشر فى كون أن القيمة السوقية للمنشأة تتمثل فى القيمة السوقية لما تصدره من أوراق مالية . أما التأثير غير المباشر فمرجعه انخفاض تكلفة الأموال ، فكلما انخفضت تلك التكلفة كلما ارتفعت القيمة السوقية للمنشأة .

وإذا كان الدور الذى تلعبه أسواق رأس المال هو دور حيوى للمستثمرين

وللمنشآت المصدرة لأوراق مالية ، فإن لها أيضاً دور حيوى بالنسبة للاقتصاد القومى ككل . وفى هذا الصدد يتساءل روبنسون وريتسمان (Robinson & Wrightsman, 1974, P. 369) ماذا لو لم توجد أسواق المال أى أسواق رأس المال إضافة إلى أسواق النقد ؟ يجيب على ذلك بالقول بأن الاقتصاد كان سيصبح أكثر إستقراراً . فأسواق المال فصلت نشاط الادخار عن نشاط الاستثمار ، مما يعنى أن الخلل فى التوازن بين النشاطين من شأنه أن يؤدى إلى حالات من عدم الاستقرار . فعندما يرغب المستثمرين فى تنفيذ استثمارات تفوق فى قيمتها قيمة الأوعية الادخارية ، يسير النشاط الاقتصادى نحو النمو والازدهار . أما عندما تزيد قيمة المدخرات عن قيمة الاستثمارات المرغوب تنفيذها حينئذ يحدث الانكماش .

باختصار ترتب على وجود أسواق المال حاله من عدم الاستقرار ، فتاره ينمو ويزدهر الاقتصاد وتارة أخرى يتعرض إلى حالة من الكساد والانكماش . أما إذا لم يكن لأسواق المال وجود فإن حجم المدخرات لابد وأن يساوى حجم الاستثمارات ، مما يعنى حداً أدنى من عدم الاستقرار[1] . ولعل هذا يفسر القدر من الاستقرار الذى كانت تنعم به دول أوروبا الشرقية أى الدول التى كان يطلق عليها دول المعسكر الشيوعى أو الاشتراكى ، والتى لم يكن بها تلك الأسواق . ففى تلك الدول كان التوافق بين الادخار والاستثمار تحكمه قرارات مركزية . وبنفس المنطق يمكن تفسير حالة الاستقرار فى العديد من الدول العربية ، التى تتولى حكوماتها ادارة دفه القطاعات الرئيسية للاقتصاد . يقابل ذلك تعرض الولايات المتحدة التى تتعدد وتتنوع أسواق المال فيها ، إلى ثمان حالات كساد خلال الأربعين سنة الأخيرة (١٩٥٣ ــ ١٩٩٢) ، بمعدل حالة كساد كل خمس سنوات ، كما سبقت الإشارة فى جدول ٧ ــ ٩ الذى تضمنه الفصل السابع .

ولكن هل الاستقرار الاقتصادى على النحو المشار إليه هو من النوع المرغوب ؟ يجيب روبنسون وريتسمان (P. 369) على ذلك بالنفى . على أساس أن هذا الاستقرار من شأنه أن يؤدى إلى عدم التخصيص الكفء

(١) فى غياب أسواق المال يمكن أن يحدث قدر قليل من التقلب ، مرجعه أسباب أخرى غير التوازن بين الادخار والاستثمار .

للموارد المتاحة ، مما يترك أثره العكسى على النمو الاقتصادى وعلى دخول المواطنين بالتبعية . وعلى العكس من ذلك فإن وجود أسواق المال وخاصة أسواق رأس المال من شأنه أن يؤدى إلى تحقيق كفاءة عالية فى توجيه الموارد (Francis, 1986, PP. 82-85; Samuels & Wilks, 1986, PP. 173-183) إلى المجالات الأكثر ربحية ، وهو ما يصحبه نمو وازدهار اقتصادى .

وفى صدد تخصيص أو توجيه الموارد ، يلعب سوق رأس المال دورين متميزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر . ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فهم فى حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلة . وبناء عليه فإن المنشآت التى تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملين فى السوق ، هى التى ستتاح لها فرصة مواتية لاصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بسعر مرتفع يحقق حصيلة وفيرة للاصدار ، وهو ما يعنى انخفاض تكلفة الأموال . أما الدور غير المباشر فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل على أسهم المنشأة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين ، الذين لن يترددوا فى تزويد المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة معقول .

ومن ناحية أخرى يتوقع للمنشآت التى لا تتوافر لها فرص جيدة للاستثمار ، أن تواجه صعوبات فى اصدار وتصريف المزيد من الأسهم . وحتى إذا ما تحقق لها ذلك ، فعادة ما يكون على حساب تقديم خصم على السعر المطروح به السهم ، مما يعنى حصيلة أقل للاصدار وتكلفة أعلى للأموال . وإذا ما لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل ، فقد تواجه صعوبة فى ذلك . وحتى إذا ما نجحت فى الحصول على أموال مقترضة ، فيتوقع أن يكون ذلك بسعر فائدة مرتفع .

هذا وكما سبقت الإشارة فى الفصل الرابع عشر ، تتطلب الكفاءة العالية فى تخصيص الموارد توافر سمتين أساسيتين فى أسواق رأس المال هما : كفاءة التسعير ، وكفاءة التشغيل . ويقصد بكفاءة التسعير أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة ، أما كفاءة التشغيل فيقصد بها أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد ، مقارنة بالعائد الذى يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات

(الصفقات) . وبالاضافة إلى سمتى كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل هناك سمة ثالثة ضرورية لتحقيق الكفاءة فى تخصيص الموارد ـــ سبقت الإشارة إليها فى الفصل السادس عشر ـــ هى عدالة السوق ، بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب فى أن يبرم فيه الصفقات .

وهناك سمة أخرى رابعة لها أهميتها لكفاءة السوق هى الأمان Safety الذى يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التى تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة فى السوق (Robinson & Rightsman, 1974, P. 399) والتى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الخامس . ومن الأمثلة على تلك المخاطر مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التى يعمد إليها بعض الأطراف ، إضافة إلى مخاطر افلاس السماسرة الذى يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم .

ويشير لورى وزملائه (Lorie et al, 1985, PP. 8-12) إلى أن كفاءة سوق رأس المال فى الولايات المتحدة ، قد أدت إلى رفع كفاءة منشآت الأعمال وزيادة حيويتها ، كما ساهمت فى جذب متعاملين جدد . فالتزام المنشآت المسجلة فى البورصة بنشر التقارير المالية يعد حافزاً للادارة على بذل أقصى جهد ، حتى تبدو صورتها مقبولة لدى حملة الأسهم ، وحتى يمكنها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية إضافية بتكلفة منخفضة . هذا إلى جانب مساهمة كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل والعدالة والأمن ، فى تشجيع المدخرين على توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار فى الأوراق المالية المتداولة فى أسواق رأس المال .

وإذا كانت كفاءة سوق رأس المال تقاس بقدرتها على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ، فإن هناك عوامل من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف ، وتتمثل تلك العوامل فى : الاعتماد على الأرباح المحتجزة فى التمويل ، وتعاملات فريق الضوضاء ، والمضاربة الغوغائية ، وضعف تأثير آلية التصويت (Francis, 1986, PP. 83-84) ، وهو ما سنعرض له بإيجاز فيما يلى :

١ ــ الاعتماد على الأرباح المحتجزة فى التمويل :

تفضل معظم المنشآت تمويل التوسعات من الأرباح المحتجزة نظراً لانخفاض تكلفتها ، وذلك بدلاً عن اصدار المزيد من الأسهم . غير أن الاعتماد على هذا المصدر من التمويل من شأنه أن يعنى توجيه موارد مالية إلى استثمارات ليست بالضرورة هى أفضل الفرص المتاحة لحملة أسهم المنشأة . بعبارة أخرى لو أن المنشأة قامت بتوزيع الأرباح ولم تحتجزها ثم قامت باصدار أسهم جديدة ، فليس هناك ما يضمن أن يقوم حملة أسهمها باستخدام تلك التوزيعات فى شراء تلك الأسهم ، بل وربما استخدموها فى شراء أسهم منشآت أخرى منافسة تتوافر لها فرص استثمارية أفضل .

٢ ــ تعاملات فريق الضوضاء :

كما سبقت الإشارة فى الفصل الخامس عشر هناك فريق من المتعاملين فى أسواق رأس المال أطلقنا عليهم فريق الضوضاء ، يتخذون قراراتهم على ضوء انطباعات واشاعات يعتقدون فى أنها معلومات . وعادة ما تسفر تعاملات هذا الفريق عن احداث تغيرات فى أسعار الأوراق المالية التى يتعاملون فيها . هذه التغيرات لا تقوم على أساس من معلومات ، ومن ثم فإن من شأنها أن تضعف من فرصة تحقيق هدف تخصيص الموارد ، إذ قد يزداد الطلب على ورقة ما دون أن يكون لذلك ما يبرره .

٣ ــ المضاربة الغوغائية :

يقصد بالمضاربة الغوغائية Mob Speculation هيستريا مؤقتة تسود بين المتعاملين يكون من شأنها أحداث تغيرات فى أسعار الأوراق المالية ، دون أن يكون لذلك سبب معلوم . وكما هو الحال بالنسبة لتعاملات فريق الضوضاء ، فإن المضاربة الغوغائية من شأنها أن تؤدى إلى تسعير خاطىء للأوراق المالية ، مما يؤدى فى النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة .

٤ ــ ضعف تأثير آلية التصويت :

يعتبر حق التصويت آلية أساسية يعتمد عليها حملة الأسهم العادية لممارسة الضغط على ادارة المنشأة ، لكى تعمل جاهدة على خدمة مصالحهم . ومع

ضخامة عدد حملة الأسهم ، وضآلة حصة كل منهم فى رأس المال ، اضافة إلى تشتتهم الجغرافى ، فقد ضعف تأثير استخدام تلك الآلية ، بشكل يترتب عليه فى أحوال كثيرة بقاء الادارة فى موقعها لفترة طويلة ، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمنشأة .

وإلى جانب الدور الذى يلعبه سوق رأس المال فى تخصيص الموارد ــ والذى قد يتأثر بالعوامل الأربعة المشار إليها ــ فإن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ، تعد مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلة (Lorie et al, 1985, PP. 2-5) وهذا أمر منطقى على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السابع . وبالطبع فإن كون أسعار الأوراق المالية تعد مرآة للحالة الاقتصادية المستقبلة ، يعنى أنها تعتبر بمثابة انذار مبكر للقائمين على شئون الاقتصاد فى الدولة ، لاتخاذ الاجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر . فعندما تنخفض الأسعار ــ وهو ما يعد مؤشراً لاحتمال تعرض البلاد لموجه من الكساد ــ يهب المسئولين إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع ، كما يبدى المحللين الاقتصاديين وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها .

هذا وفى خلال كتابة سطور هذا الفصل تملأ بعض صفحات جريدة وول ستريت طوال شهر يناير من عام ١٩٩٢ ، تحليلات للخبراء عن سبل مواجهة الكساد الذى يحتمل أن تتعرض له الولايات المتحدة ، والذى أعطت حركة أسعار الأسهم انذار مبكر لاحتمال حدوثه . ليس هذا فقط بل تملأ بعض صفحات الجريدة المذكورة مناقشات لجدوى الترتيبات التى اتخذتها الحكومة الأمريكية لمواجهة الأزمة المحتملة ، والتى يبدو أنها قد حققت بعض النجاح ، وذلك وفقاً للتقارير التى نشرت خلال شهر مارس من نفس السنة .

نخلص من ذلك إلى القول بأن سوق رأس المال ــ إذا ما توافرت له السبل التى تحقق له الكفاءة ــ تعد بمثابة آلية فعالة لتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الاستثمارية الواعدة ، بما يحقق الرخاء ورفع مستوى معيشة المواطنين . هذا إضافة إلى الرقابة السابقة التى تمارسها تلك الأسواق على أداء الاقتصاد القومى ، بمعنى أنها تكشف مسبقاً عن الأنباء السارة أو غير السارة بشأن

مستوى الأداء الاقتصادى فى الدولة . وفى حالة الأنباء غير السارة تعد حركة أسعار الأسهم بمثابة انذار مبكر للبحث عن سبل لمواجهة الأزمات المحتملة التى تكشف عنها تلك الأنباء .

هذه هى خلاصة الارتباط الوثيق بين سوق رأس المال والحالة الاقتصادية للدولة التى تعمل فيها تلك الأسواق . وعلى ضوء التحليل الذى تضمنه هذا القسم ، يمكن القول بأن اتجاه العديد من الدول العربية إلى تقليص دور الحكومة فى ممارسة الأنشطة الاقتصادية ، يعنى أن الحكومة لم تعد فى موقع المخطط المركزى الوحيد ، الذى يمكنه احداث توافق بين الادخار والاستثمار على النحو الذى سبقت الإشارة إليه . وفى ظل هذه الدور الجديد للحكومة تصبح أسواق رأس المال هى الأداة لتحقيق التوافق المنشود . وهنا يبرز السؤال هل يمكن لأسواقنا العربية أن تضطلع بتلك المهمة ؟ الاجابة ليست يسيره وان كان من الممكن وضع اطاراً لها ، يتمثل فى مجموعة من المقترحات والتساؤلات . ولكن أى مقترحات وأى تساؤلات ؟ هذا ما سيكشف عنه القسم التالى الذى يعنى بتقديم مقترحات وتساؤلات بشأن أدوات الاستثمار ، كما سيكشف عنه أيضاً الفصل العشرون الذى يتناول عدداً آخر من المقترحات والتساؤلات بشأن تنظيم وادارة أسواقنا العربية .

مقترحات وتساؤلات بشأن أدوات الاستثمار(٢) :

يقصد بأدوات الاستثمار الأوراق المالية المتداولة فى أسواق المال ، والتى تعتبر عصب الحياة لتلك الأسواق . وبالنسبة لمصر وغيرها من الدول التى هى فى مرحلة انشاء أو تطوير أسواقها المالية ، قد يكون من الملائم تقديم بعض المقترحات وطرح بعض التساؤلات ، التى من شأنها أن تسهم فى توفير أدوات استثمار متنوعة ، تجذب اهتمام أولئك الذين تتوافر لديهم موارد مالية يرغبون فى استثمارها . وكما سبقت الإشارة فى الفصل الرابع عشر ، فإنه كلما زاد عدد المتعاملين فى أسواق رأس المال كلما كان ذلك من شأنه أن يسهم فى تحقيق الكفاءة لتلك الأسواق . هذا ونعرض فى الصفحات المتبقية من هذا الفصل

(٢) تعتمد المقترحات والتساؤلات التى يتضمنها هذا القسم أساساً على المادة العلمية التى يتضمنها الباب الأول .

لعدد من المقترحات ، التى تستهدف تنمية أدوات الاستثمار المتمثلة فى الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ، اضافة إلى أوراق مالية أخرى .

مقترحات وتساؤلات بشأن الأسهم العادية :

تأتى الأسهم العادية فى مقدمة الأوراق المالية التى تتداول فى أسواق رأس المال . وفى هذا الصدد يقترح المؤلف التفكير فى إمكانية الأخذ بفكرة الأسهم العادية المضمونة والأسهم ذات التوزيعات المخصومة ، اللذان من شأنهما أن يثريا حركة التعامل فى أسواق رأس المال . نضيف إليها الحصص الصغيرة التى يمكن أن يملكها المستثمر على المشاع ، والتى تمثل جزء من محفظة مكونة من تشكيلة من الأسهم . وأخيراً الأسهم المشتقة والأسهم مقابل توزيعات ، التى من شأنها أن تؤدى إلى تحقيق سيولة أكبر لسوق رأس المال .

١ ـــ الأسهم العادية المضمونة :

يقصد بالأسهم المضمونة تلك الأسهم التى تعطى لحاملها الحق فى مطالبة المنشأة بالتعويض ، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين ، خلال فترة محدودة عقب الاصدار . ويتم التعويض اما بحصول حامل السهم على مزيد من الأسهم العادية ، أو بحصوله على أسهم ممتازة ، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل ، كما يمكن أن يكون التعويض نقداً .

وتبدو جاذبية هذا النوع من الأسهم للمستثمرين المترددين فى التعامل مع أسواق رأس المال ، وفى مقدمتهم جمهور المستثمرين فى دولة تفتح فيها تلك الأسواق لأول مرة ، كما هو الحال فى مصر وأى دولة أخرى تخوض ذات التجربة . فكما سبقت الإشارة فى القسم الأول من الفصل الأول ، تتيح تلك الأسهم لحاملها المزيد من الأرباح الرأسمالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم . أما الخسائر فعادة ما تكون محدودة ، وذلك إذا ما حدث انخفاض فى القيمة السوقية للسهم خلال فترة الضمان التى عادة ما تمتد إلى سنتين .

ولا تقتصر مزايا تلك الأسهم على جذب المستثمرين ، ولكنها تحقق أيضاً الحماية لبنوك الاستثمار التى تضطلع بمسئولية الاصدار . مثل هذه الحماية من شأنها أن تشجع على تأسيس المزيد من تلك البنوك كما تشجع على خلق منافسة

قوية بينها ، بشكل يسهم فى تخفيض تكلفة الاصدار التى تترك أثرها على كفاءة السوق . يضاف إلى ذلك أن الأسهم المضمونة من شأنها أن تؤدى إلى ضمان التصريف الكامل للاصدار ، وهو ما يعنى توفير الموارد المالية التى خططت المنشأة لتدبيرها . هذا إلى جانب مزايا أخرى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الأول .

٢ ــ الأسهم ذات التوزيعات المخصومة :

يقصد بالأسهم ذات التوزيعات المخصومة الأسهم العادية التى تباع للعاملين فى ظل خطة لمشاركتهم فى ملكية المنشأة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل الأول . مثل هذه الأسهم يمكن أن تستخدم كأساس لتنفيذ استراتيجية الحكومة للتخلص من ملكيتها لمنشآت القطاع العام ، وذلك بنقل ملكيتها كاملة إلى العاملين بها . وخطة لتحويل الملكية على هذا النحو من شأنها أن تثرى سوق رأس المال فى الدولة المعنية . ذلك أن رفع يد الحكومة عن النشاط الاقتصادى من شأنه أن يزيد من كفاءة السوق ، على النحو الذى سيشار إليه فى الفصل العشرين . يضاف إلى ذلك أن امتلاك العاملين لحصص من رأس مال المنشأة التى يعملون بها بدلاً من امتلاكها بالكامل بواسطة الحكومة ، يعنى ضمنياً زيادة عدد المستثمرين فى الأوراق المالية ، وهو ما يمثل اضافة إلى كفاءة السوق .

ورغم ملائمة الفكرة لمصر وغيرها من الدول العربية التى ترغب فى التخلص من ملكيتها لوحدات القطاع العام ، فإن هناك بعض المحاذير . فى مقدمتها أن نجاح الفكرة يشترط أن تكون المنشأة مربحة ، حتى يمكن استخدام نصيب العاملين من توزيعات الأسهم التى يمتلكونها فى سداد الأموال المقترضة ، التى استخدمت فى تمويل شراء الأسهم . يضاف إلى ذلك ضرورة وجود مؤسسة مالية راغبة وقادرة على تقديم قروض لتمويل خطة تحويل الملكية . والأمر الثالث أن البيع الكامل لحصة الحكومة يعنى ضمنياً عدم وجود مساهمات إضافية ــ إلى جانب التوزيعات ــ لسداد قيمة القرض والفوائد . هذا الأمر يحمل فى ثناياها طول الفترة التى يتم فيها سداد قيمة الأسهم لتصبح ملكيتها خالصة للعاملين ، بما يعطيهم الحق فى التصرف فيها بالبيع أو التنازل .

وفى هذا الصدد يقترح المؤلف اصدار تشريع يعفى تلك المنشآت من سداد الضرائب لعدد من السنوات ، وذلك كبديل عن تلك المساهمات .

غير أن المشكلة تبدو أكثر صعوبة فى الشركات التى تعانى من مشكلات انتاجية أو تسويقية . وهنا يقترح المؤلف أن ينص عقد الاقتراض على فترة سماح ، تتيح للملاك الجدد (العاملين) فسحة من الوقت لترتيب أوضاع الشركة ، بالشكل الذى يتيح الفرصة لتحسين قوتها الايرادية ، وبالتالى قدرتها على خدمة الدين . وقد يكون من الملائم أن تسعى الحكومة للحصول على مساعدة دولية لتنفيذ الخطة المذكورة ، بشروط ميسرة سواء من حيث معدل الفائدة أو من حيث فترة السداد أو فترة السماح .

٣ ــ حصة فى محفظة من الأسهم :

من بين وسائل تخفيض المخاطر فى الاستثمار فى الأسهم ، توزيع الموارد المالية المتاحة للمستثمر على مجموعة من الأسهم بدلاً من توجيه تلك الموارد إلى سهم واحد ، وهذا ما يطلق عليه بتنويع الاستثمار على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث عشر . وفى معظم الدول العربية قد تكون الموارد المالية المتاحة للمستثمر العادى قليلة إلى الحد الذى لا يمكنه من تشكيل محفظة أوراق مالية تحقق له تخفيض المخاطر ، إضافة إلى عدم توافر الخبرة الاستثمارية لديه ، وتكبده عمولة سمسرة كبيرة نسبياً بسبب صغر حجم الصفقات التى يبرمها . ولمحاولة جذب هؤلاء المستثمرين يقترح المؤلف تشجيع شركات الاستثمار ــ التى يتوقع أن تزدهر فى وجود أسواق رأس المال ــ وربما البنوك التجارية فى بناء محفظة من الأوراق المالية تتوافر لها كافة متطلبات التنويع ، وتنقسم إلى حصص بقيمة صغيرة ، بما يمكن المستثمر من شراء حصة أو أكثر فى حدود ما تسمح به موارده المالية .

وحتى يمكن لتلك المحفظة مواجهة موجات الكساد بأقل قدر من التعرض للمخاطر ، قد يكون من الملائم أن يراعى فى تشكيلها أن تتضمن نسبة من الأسهم الدفاعية التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الحادى عشر إضافة إلى سندات مرتفعة الجودة . كما قد يكون من الملائم أيضاً اتباع استراتيجية

التخصيص الديناميكى للأصول فى ادارة تلك المحفظة ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثامن عشر .

وفى الولايات المتحدة تقدم شركات الاستثمار أداتين استثماريتين من هذا النوع : الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Open-End Investment أو ما يطلق عليه بالمال المشترك Mutual Fund والاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed-End Investment . ويتمثل المال المشترك أو الاستثمار ذات النهاية المفتوحة فى محفظة تضم تشكيلة من الأسهم أو السندات أو هما معاً ، قد يصل عددها إلى ١٠٠ سهم أو سند أو ربما أكثر . وتنقسم قيمة تلك المحفظة إلى حصص صغيرة متساوية . ويمكن للمستثمر أن يشترى حصة واحدة فقط Child's Single Share بدولارات معدودة ، كما يمكنه أن يشترى عدداً من الحصص تصل قيمتها إلى ملايين الدولارات (Francis, 1986, P. 832) . هذا ويطلق على المال المشترك بالاستثمار المفتوح على أساس أنه لا حدود لحجم المحفظة ، إذ يمكن أن تزيد وتزيد طالما أن هناك مستثمرين راغبين فى شراء المزيد من الحصص[٣] . وبالطبع تنعكس الزيادة ايجابياً على أتعاب الادارة ، طالما أن تلك الأتعاب تمثل نسبة من قيمة المحفظة (Francis, 1986, P. 836) كما سنشير إلى ذلك فيما بعد .

ولا تعطى الحصة التى يملكها المستثمر ـــ بمقتضى شهادة ـــ حقاً على ورقة مالية بعينها ، بل تعطيه الحق فى ملكية مشاعة فى تلك المحفظة . وللمستثمر الحق فى الرجوع على شركة الاستثمار للحصول على قيمة حصته نقداً فى أى لحظة ، وعلى أساس القيمة السوقية للحصة فى ذلك اليوم . وتحسب القيمة السوقية للحصة Net Asset Value Per Share على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التى تتضمنها المحفظة مطروحاً منها كافة الالتزامات ، مقسومة على عدد الحصص فى اليوم الذى طلب فيه المستثمر استرداد قيمة حصته . وبالطبع يتوقع أن تختلف القيمة السوقية للحصة من يوم إلى آخر ، نتيجة للتقلبات فى القيمة السوقية للأوراق المالية التى تتضمنها المحفظة .

---

(٣) ينطوى نشاط شركات الاستثمار على عدد من المحافظ (مال مشتركة) يشرف على كل واحدة منها مدير متفرغ .

ووفقاً للنظام الضريبي الأمريكي يعفى عائد المال المشترك من الضريبة إذا توافرت ثلاثة شروط (Francis, 1986, PP. 832-833) هي :

أ ـــ أن تقوم شركة الاستثمار التي تتولى أمر ادارة تلك الأموال بتوزيع ٩٠٪ من أرباح الأسهم وفوائد السندات التي تتكون منها المحفظة ، وذلك فور حصولها عليها .

ب ـــ أن لا تزيد نسبة الاستثمار فى أى ورقة مالية تضمها المحفظة عن ٥٪ من قيمة المحفظة .

حـ ـــ أن يسجل المال المشترك لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة .

أما عائد الحصة التي يمتلكها المستثمر فتتضمن (Francis, PP. 832, 836) :

أ ـــ الأرباح الايرادية المتمثلة فى نصيب الحصة من التوزيعات التي قررتها الادارة .

ب ـــ الأرباح الرأسمالية التي تتمثل فى نصيب الحصة من الأرباح التي قررت الادارة توزيعها ، والناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة بقيمة أعلى من القيمة التي سبق أن اشتريت بها .

حـ ـــ الزيادة فى القيمة الدفترية للمال المشترك خلال السنة ، تلك الزيادة التي تنجم أساساً من احتجاز جزء من الأرباح الايرادية أو الرأسمالية التي تحققت .

وتوضح المعادلة ١٩ ـــ ١ معدل العائد على الاستثمار للحصة فى المال المشترك خلال فترة ما .

$$\text{معدل العائد} = \frac{ى + ر + (س^* - س)}{س} \qquad (١٩ - ١)$$

حيث ى ، ر تمثلان على التوالى نصيب الحصة من أرباح ايرادية ورأسمالية قررت الادارة توزيعها ، $س^*$ تمثل القيمة الدفترية للحصة فى نهاية المدة ، س تمثل القيمة الدفترية للحصة فى أول المدة .

ولا يمثل المعدل المشار إليه صافى نصيب الحصة ، إذ ينبغى أن يخصم منه نصيبها من أتعاب الادارة Management Fee ، والتى تتراوح ما بين ٠,٥٪ ، ١,٥٪ من قيمة الحصة ذاتها . وفى بعض أنواع المال المشترك والتى يطلق عليها الأموال المحمولة Load Funds تخصم نسبة تتراوح ما بين ١٪ ، ٨,٥٪ من القيمة الأصلية للاستثمار ، كعمولة تدفع لرجال البيع الذين يتولون تسويق الحصص . وبالنسبة للأموال المشتركة التى يتم تسويقها بالبريد أى التى لا يتولى رجال بيع مهمة تسويقها No-Load Funds فإنه لا محل لتلك العمولة . هذا وقد ينص عقد المال المشترك على أن لا يدفع المستثمر أى عمولة مقابل خدمة التسويق التى يقدمها رجال البيع ، على أن يدفع بدلاً عن ذلك رسوم تصفية Liquidation Fee عند رغبته فى التخلص من الحصة ، وذلك بنسبة تتراوح ما بين ١٪ ، ٨٪ من قيمتها .

ويشبه الاستثمار المغلق Closed-End Investment الاستثمار المفتوح ، من حيث أن كلاهما يمثل استثمار مملوك للجمهور . أما التباين بينهما فيكمن فى أن حجم المحفظة فى الاستثمار المغلق ــ كما يتضح من المسمى ــ محدد من البداية ولا يمكن زيادته ببيع حصص اضافية كما هو الحال فى الاستثمار المفتوح . كذلك فإنه لا يجوز للمستثمر الرجوع على شركة الاستثمار مطالباً رد قيمة الحصة ، بل عليه أن يعرضها للبيع فى السوق . هذا ويعد الاستثمار المغلق أقل شيوعاً من الاستثمار المفتوح ، أما كيفية حساب معدل العائد للحصة الاستثمارية فتوضحه المعادلة ١٩ ــ ٢ (Francis, 1986, P. 836) .

$$\text{معدل العائد} = \frac{\text{س}^{*} - \text{س} + \text{ت}}{\text{س}} \qquad (١٩ - ٢)$$

حيث ت تمثل قيمة التوزيعات التى يحصل عليها المستثمر .

٤ ــ السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات :

مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما صغرت قيمة السهم كلما ساهم ذلك فى تحسين سيولته ، أى كلما كان من السهل التخلص منه بسرعة وبسعر لا يختلف كثيراً عن السعر الذى أبرمت به آخر صفقة على ذلك السهم . ونظراً لأهمية سيولة الورقة المالية ــ على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى

الفصل الخامس عشر ــ فإنه قد يكون من الضرورى السماح للمنشأة باحداث الاشتقاق فى السهم الذى تصدره ، وذلك إذا ما ارتفعت قيمته السوقية إلى مستوى يخشى معه انخفاض الاقبال على شرائه . وفى ذات السياق ينبغى أيضاً اعطاء الحرية للمنشآت فى امكانية اجراء التوزيعات فى صورة أسهم ، والتى من شأنها أن تحقق نفس الهدف الذى يحققه الاشتقاق . وغنى عن البيان أن هذا الاتجاه يحمل فى طياته أنه من الأفضل للمنشأة أن تصدر عددا كبيرا من الأسهم بقيمة اسمية صغيرة للسهم الواحد ، وذلك بدلاً من اصدار عدد قليل من الأسهم بقيمة اسمية كبيرة للسهم .

مقترحات وتساؤلات بشأن الأسهم الممتازة والسندات :

من المتفق عليه أن السهم العادى هو وحده الورقة المالية التى تمثل ملكية . أما السهم الممتاز فله من السمات ما يجعل حامله بعيداً عن أن يوصف بأنه من بين الملاك . فحامل السهم الممتاز ليس له حق التصويت ، كما أن المنشأة المصدرة يمكنها أن تعطى نفسها حق استدعاء السهم وإنهاء علاقتها مع حامله كلية . هذا إلى جانب حق حامل السهم الممتاز فى عائد ثابت بصرف النظر عن تحقيق المنشأة أو عدم تحقيقها للأرباح . وإذا ما استثنينا حقيقة أن حامل السهم الممتاز يأتى فى المرتبة التالية بعد حامل السند ، من حيث حقه فى أموال التصفية وحقه فى الحصول على العائد الذى يدره السهم ، فإنه يمكن القول بأن الأسهم الممتازة لا تختلف عن السندات ، وأنها فى حقيقة الأمر تمثل مديونية أكثر من أنها تمثل ملكية . مثل هذا التقنين له أهميته لأسواقنا العربية ، كما سيتضح فيما يلى من مقترحات :

مقترحات بشأن الأسهم الممتازة :

على الرغم من اعتقاد المؤلف الراسخ بأن التحليل أو التحريم فى مجال المعاملات يتطلب مزيداً من تبادل الفكر بين رجال الدين وبين المتخصصين فى مجال الادارة المالية ، وانه يعترض على أى فتوى فى هذا المجال ما لم تكن نتاج حوار عميق مع هؤلاء المتخصصين ، إلا أنه سينحى هذا الاعتقاد ، جانباً ويقفز مباشرة إلى تقديم مقترحات بشأن سمات الأسهم الممتازة التى يمكن أن تصدرها منشآت الأعمال دون أن تلحق بها شبهة الربا .

هناك ادعاء يقضى بأن كون السهم الممتاز يتيح لحامله عائداً محدداً ومتفق عليه مسبقاً ، يجعله موضع للتحريم شأنه فى ذلك شأن السند[٤] . وفى محاولة لجذب فريق المستثمرين الذين قد يترددون فى التعامل فى تلك الأسهم بسبب ذلك التحريم ، يقترح المؤلف أن تأخذ المنشآت بفكرة الأسهم الممتازة ذات العائد المتغير الذى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الأول ، مع اجراء تعديل بمقتضاه يتحدد نصيب السهم الممتاز من التوزيعات بنسبة معينة من نصيب السهم العادى فى الأرباح[٥] .

فلو أن ربحية السهم العادى ٢٠ جنيه مثلاً ، يكون نصيب توزيعات السهم الممتاز ٧٠٪ (١٤ جنيه) أو أكثر أو أقل ، وذلك بالطبع على افتراض أن القيمة الاسمية للسهم العادى تساوى القيمة الاسمية للسهم الممتاز . ولزيادة جاذبية تلك الأسهم يمكن أن ينص فى قرار اصدارها ، بأن حق الحصول على توزيعات يكون فقط فى السنوات التى تتحقق فيها أرباح . أما فى السنوات التى تتعرض فيها المنشأة للخسارة ، فلا يحصل حامل السهم على شىء بالمرة ، وهو فى ذلك يختلف عن حامل السهم الممتاز التقليدى . وبذلك نكون قد تجنبنا المآخذ التى قد يأخذها رجال الدين على الأسهم الممتازة التقليدية ، أو الأسهم الممتازة ذات العائد المتغير المشار إليها فى القسم الأول من الفصل الأول .

وقد يكون من الملائم النص على ضرورة إجراء توزيعات على حملة هذه الأسهم فى كل سنة تتحقق فيها أرباح . وإذ لم يؤخذ بهذا الاقتراح فلا بأس ، طالما أن عدم حصول حامل السهم على توزيعات فى سنة يتحقق فيها أرباح ، لا يحرمه من المطالبة بها فى سنة تالية . فهذا الحق مقرر ومعمول به بالنسبة للأسهم الممتازة التقليدية كما سبقت الإشارة فى الفصل الأول . ولا ينقص السهم الممتاز المقترح من المزايا التى تتمتع بها المنشأة المصدرة له . ذلك أنها لا زالت تتمتع بكافة مزايا الأسهم الممتازة التقليدية ، وذلك إلى جانب ميزة اضافية هى أنه

(٤) يحمل السهم الممتاز كوبون بمعدل معين ، ولكن هذا لا يعنى أن العائد الصافى الذى يحققه المستثمر معروف مقدماً ، وذلك على النحو الذى سنعرض له عند تناول السندات .

(٥) هذا الاقتراح لا يعنى عدم اصدار أسهم ممتازة تقليدية إذ يمكن أن تقوم المنشأة أيضاً بطرحها للمستثمرين الذين قد لا يعتبرون الاستثمار فى الأسهم الممتازة نوع من الربا .

ليس من حق حامل السهم المطالبة بتوزيعات عاجلاً أو آجلاً ، وذلك عن السنوات التى لا تحقق المنشأة فيها أرباح . وبالنسبة للمستثمر فإن السهم المقترح يقر لحامله ذات الحقوق التى يتمتع بها حامل السهم الممتاز بمفهومه التقليدى ، ربما باستثناء عدم مطالبته بتوزيعات فى السنوات التى لا تحقق فيها المنشأة أرباح .

مقترحات بشأن السندات :

فى السنوات الأولى من عمر أى سوق لرأس المال يكون توجه المستثمرين نحو الاستثمار فى السندات أكثر من توجههم نحو الاستثمار فى الأسهم (Robinson & Wrishtsman, 1974, P. 382) ولذلك أسبابه . ففى بداية افتتاح تلك الأسواق تتعدد طرق الاحتيال والغش وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية ، التى تلحق الضرر بالمستثمرين فى الأسهم . أما المستثمرين فى السندات فموقفهم مختلف . ذلك أن للسند قيمة اسمية وعائد محدد لا يمكن للمنشأة تأجيل أو الامتناع عن سدادهما وإلا تعرضت للافلاس . وفى حالة الافلاس أو التصفية تكون لحملة السندات الأولوية على غيرهم فى استرداد مستحقاتهم من أموال التصفية .

يضاف إلى ذلك أن التقلبات فى القيمة السوقية للسند من جراء أى ممارسات غير أخلاقية تكون فى حدودها الدنيا . ليس هذا فقط بل أنه يمكن القول بأن الممارسات غير الاخلاقية فى مجال السندات ، تكاد تكون محدودة للغاية بسبب السمات المميزة لها ، والتى سبقت الإشارة إليها فى الفصلين الأول والثانى . أما بالنسبة للأسهم العادية فإن فرصة تلك الممارسات لا حدود لها ، كما أن تأثيرها على القيمة السوقية لتلك الأسهم هو تأثير لا حدود له ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الخامس .

باختصار يمكن أن تكون للسندات أهمية تفوق أهمية الأسهم فى خلق حركة نشطة داخل أسواق رأس المال ، وذلك فى السنوات الأولى من عمر السوق . أما فى المدى الطويل فينبغى أن تتركز الجهود على مواجهة سبل ووسائل الممارسات غير الأخلاقية بأسلوب صارم ، من شأنه أن يسهم فى جذب اهتمام

المستثمرين للأسهم العادية ، باعتبارها الوسيلة الفعالة التى من خلالها تحقق السوق الأهداف التى انشأت من أجلها .

ولكى تلعب السندات هذا الدور المتميز فى السنوات الأولى من عمر سوق رأس المال ، ينبغى أن تتميز بالتنوع والملائمة خاصة لصغار المستثمرين . ومع هذا تبقى عقبة تمثل تحدياً لمحاولة أسواق رأس المال الاعتماد على السندات فى تنشيط الحركة فيها . وتتمثل تلك العقبة فى اعتبار رجال الدين أن الاستثمار فى السندات هو صورة من صور الربا . وفى الصفحات التالية سيعرض المؤلف لمناقشة قضية تحريم السندات ، ثم مقترحات بشأن صور لها قد تناسب الظروف المحلية . وسوف نبدأ أولاً بالسندات التى تصدرها منشآت الأعمال ، نتبعها بالسندات التى تصدرها الحكومة .

السندات التى تصدرها منشآت الأعمال :

من بين أسباب اعتبار الاستثمار فى السندات نوع من الربا ، الادعاء بأنها تدر عائد ثابت ومحدد مسبقاً ، وهذه مغالطة لا يؤيدها الفكر فى مجال الاستثمار كما لا يؤيدها الواقع[٦] . ودعنا هنا نركز على منظور الواقع ، ونؤجل مناقشة السندات من منظور الفكر فى مجال الاستثمار وذلك فى كتاب آخر يخطط المؤلف إلى اصداره فى القريب بمشيئة الله ، وذلك كمساهمة لا تستهدف محاولة الاقناع بأن ذلك الاستثمار حلال أو حرام ، بقدر ما تستهدف عرض وجهة نظر غير تقليدية ، لعلها تجد من بين رجال الدين من يعطيها حقها من التحليل الذى ينتهى إما بقبولها أو رفضها .

ونعود مرة أخرى إلى منظور الواقع لدحض الادعاء بأن عائد السندات محدد وثابت . يتفق طلاب الادارة المالية على أن السندات يتولد عنها عائد ايرادى يتمثل فى الفائدة المحددة على السند والمعروفة سلفاً . غير أن هذا ليس هو العائد الصافى الذى يحصل عليه حامل السند . فالعائد الصافى قد يزيد أو قد ينقص ، بل وربما يصبح قيمة سالبة مما يعنى تعرض المستثمر لخسائر فعلية . كيف ذلك ؟ دعنا نفترض أن مستثمراً ما اشترى سنداً قيمته الاسمية ١٠٠٠ جنيه ، وتاريخ استحقاقه بعد ثلاثين سنه ، ويحمل كوبون معدله السنوى

(٦) ما ينطبق على السندات ينطبق بالضرورة على الأسهم الممتازة .

١٠٪ . هذا يعنى أن المستثمر يضمن منذ البداية عائداً قدره ١٠٠ جنيه يحصل عليها بنهاية السنة ، وهى النقطة التى يرتكز عليها دعاة تحريم السندات . وهو ارتكاز فى غير محله ، إذ ينبغى أن يأخذ فى الحسبان الخسائر أو الأرباح الرأسمالية التى يمكن أن يتعرض لها حامل السند .

فلو أن معدلات الفائدة ارتفعت فى السوق ، أو واجهت المنشأة ظروفاً غير مواتية زعزعت الثقة فى مقدرتها على الاستمرار والبقاء — وهو أمر محتمل الحدوث — فقد تنخفض القيمة السوقية للسند إلى ما دون القيمة التى سبق أن اشترى بها . فإذا ما انخفضت قيمته بمبلغ ٤٠ جنيه ، حينئذ يكون العائد الصافى المتولد ٦٠ جنيه (١٠٠ جنيه فوائد مطروحاً منها ٤٠ جنيه خسائر رأسمالية) . وإذا ما بلغ الانخفاض ٩٠ جنيها يكون العائد الصافى المتولد عشر جنيهات . أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسند بأكثر من ١٠٠ جنيه وليكن ١٢٠ جنيه ، حينئذ سينتهى المستثمر بخسائر مقدارها ٢٠ جنيه (١٠٠ جنيه فوائد مطروحاً منها خسائر رأسمالية قدرها ١٢٠ جنيه) . كل ذلك إلى جانب الخسائر التى يمكن أن يتعرض لها حامل السند من جراء انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمار بسبب التضخم . وعلى الجانب الآخر يمكن أن ترتفع القيمة السوقية للسند إلى مستوى يفوق القيمة التى سبق أن اشترى بها ، وحينئذ سوف يتمثل العائد فى الفوائد (١٠٠ جنيه) مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية(٧) .

وبالطبع لا يعلم المستثمر لحظة شراء السند ما سوف ينتهى إليه الحال ، وهل سيحقق ربحاً رأسمالياً يضاف إلى الفوائد أو أن الفوائد لن تكفى لتغطية الخسائر الرأسمالية ؟ بعبارة أخرى لا يستطيع أحد أن يحدد مسبقاً العائد المتوقع أن يتولّد عن السند . بل ويضيف المؤلف أنه إذا ما تعرضت المنشأة للافلاس — وهو أيضاً أمر محتمل — فقد لا تكفى أموال التصفية لحصول حامل السند على المبلغ الذى سبق أن دفعه لشرائه(٨) . باختصار لا يمكن

---

(٧) الأرباح والخسائر المشار إليها تقوم على افتراض أن حامل السند سوف يتخلص منه بالسعر المشار إليه .

(٨) السندات عادة ما يكون تاريخ استحقاقها طويل قد يصل إلى ٣٠ سنة بل وقد تكون سندات دائمة ، هذا بينما أنه من النادر أن يحتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق .

الادعاء بأن حامل السند يضمن الحصول على عائد من الأموال المستثمرة فى السند . وحتى إذا ما تحقق عائد فإن قيمته لا يمكن معرفتها مسبقاً .

ونكتفى بهذا القدر من التحليل ولن نحاول الهروب ، وسنفرض أن المتعاملين فى السوق مازالوا يصرون على أن التعامل فى السندات هو نوع من الربا . هذا الافتراض يعنى ضرورة اتاحة نوع من السندات يخلو من شبهة الربا . ويقترح المؤلف فى هذا الصدد اصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التى تصدر عن البنك المركزى . وفى هذه الحالة سيكون واضحاً أن العائد الذى يحصل عليه حامل السند لا يعنى ثروة اضافية ، بقدر ما يعنى تغطية لانخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة فى السند . كما يمكن كذلك أن يتحدد عائد السند بنسبة من الربح الذى يحققه حامل السهم العادى فى نفس المنشأة ، وذلك على نفس النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى المقترحات بشأن الأسهم الممتازة .

السندات التى تصدرها الحكومة :

السندات التى تصدرها منشآت الأعمال توجه إلى أنشطة استثمارية يتولد عنها عائد . أما السندات التى تصدرها الحكومة فإن أمرها يختلف . فحصيلة تلك السندات عادة ما توجه إلى مجالات خدمة لا تهدف إلى تحقيق الربح ، وذلك فى الوقت الذى ينبغى أن يحصل فيه حامل السند على عائد فى مقابل استثماره فى تلك السندات . وبالطبع لو لم يوجه المستثمر أمواله لشراء السندات الحكومية ، لكان فى مقدوره أن يوجهها إلى مجال استثمار آخر . وهنا نتساءل عن الحل ؟ الحكومة فى حاجة إلى أموال ، والنشاط الاستثمارى الذى تستخدم السندات فى تمويله لا يتولد عنه عائد . بمعنى أنه لا محل لربط عائد السند بالعائد المتولد عن ذلك النشاط ، إذ ليس للنشاط عائد .

على ضوء هذا المنظور يمكن القول بأن ما يحصل عليه حامل السند الحكومى ليس فائدة بالمفهوم التقليدى ، ولكنه هو عائد الفرصة البديلة ، أى العائد الذى كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه قام بتوجيه موارده المالية إلى استثمار بديل ينطوى على نفس القدر من المخاطر . فى ظل هذه الظروف ليس أمام الحكومة إلا أن تقرر معدل عائد تقديرى لمشترى السند . ولو لم تفعل

ذلك ما كان لمشروعات الخدمة من مدارس ومستشفيات وطرق أن تتم ، إذ من غير المتوقع أن تحصل الحكومة على كل ما تحتاجه من أموال بالمجان . وهنا نتساءل هل أمام الحكومة بديل آخر قابل للتطبيق ، يمكنها الاعتماد عليه لتمويل استثماراتها ؟ اعتقد أنه ليس أمام رجال الدين للاجابة على هذا السؤال سوى القول بأن الاقتصاد الاسلامى هو الحل ، وهذه بالطبع قضية أخرى لا مجال لمناقشتها فى هذا المقام .

فى ظل هذا المفهوم يمكن افتراض أن فى امكان الحكومة أن تصدر تشكيلة من السندات التى يمكن أن تلقى قبولاً من المستثمرين مهما تباينت رغباتهم . ونركز فى هذا الصدد على أذونات الخزانة وسندات الادخار التى نوصى بأن يكون لحاملها الحق فى استرداد قيمتها وقتما يشاء . كما نوصى فى هذا الصدد أن تقوم شركات وبنوك الاستثمار — التى يتوقع أن تنشأ وتزدهر مع ازدهار سوق رأس المال — ببناء تشكيلات من السندات الحكومية على غرار تشكيلة تيجرز وكاتس اللذان سبقت الإشارة إليهما فى الفصل الثانى . على أن يشترط أن تكون قيمة الحصة صغيرة حتى تجذب إليها كافة المستثمرين ، مهما تفاوتت الموارد المالية المتاحة لأى منهم .

مقترحات بشأن أوراق مالية أخرى :

فى مقدمة الأوراق المالية الأخرى الاختيار حيث يوجد نوعين منه هما : اختيار الشراء واختيار البيع . ويعطى اختيار الشراء (البيع) لحامله الحق فى شراء (بيع) عدد من أسهم منشأة معينة خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكى) أو فى تاريخ محدد (الاختيار الأوروبى) بسعر متفق عليه مقدماً . وللاختيار استخدامين أساسيين هما المضاربة ، والتغطية ضد مخاطر تغير الأسعار . ومن المحتمل أن تلقى المضاربة اعتراضاً من قبل رجال الدين ، غير أن الاعتراض قد لا يمتد لاستخدام الاختيار فى تغطية المخاطر .

ويقصد باستخدام الاختيار فى التغطية قيام المستثمر الذى اشترى عدداً من الأسهم ، بشراء اختيار بيع لتلك الأسهم فى تاريخ مستقبل بسعر متفق عليه ، عادة ما يكون ذات السعر الذى اشترى به السهم . وكما سبقت الإشارة فى

الفصل الثانى سيتيح عقد الاختيار لحامله حماية ضد مخاطر انخفاض الأسعار . فمهما انخفضت القيمة السوقية للأسهم التى اشتراها ، فإن أقصى خسارة يتعرض لها هى القيمة التى اشترى بها الاختيار . وكما يبدو فإن استخدام الاختيار كوسيلة لتغطية المخاطر من شأنه أن يشجع المستثمرين على التعامل فى أسواق رأس المال . ومع هذا قد ينصح بتأجيل التصريح به لبعض الوقت ، إلى أن يتوافر للمستثمرين قدر من الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال .

وإلى جانب الاختيار هناك صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة ، والتى قد يكون من الملائم التصريح بها . مثل هذه الصكوك من شأنها أن تيسر للمنشأة تسويق اصدارات جديد من الأسهم الممتازة أو السندات ، كما أن من شأنها أن توفر للمنشأة الموارد المالية المطلوبة فى الوقت الذى تريده . هذا إضافة إلى مزايا أخرى اضافية يمكن أن تتحقق للمنشأة والمستثمر ، على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى .

كذلك قد يكون من الملائم سن تشريعات تسمح للبنوك التجارية التى تمنح قروضاً للمستثمرين أو المنشآت التجارية التى تبيع بالتقسيط ، أن تصدر سندات فى مقابل تلك الأرصدة الدائنة ، وهو ما أطلق عليه بالأوراق المالية المُخَلَّقَةْ . هذا الاتجاه اضافة إلى كونه أداة لتحقيق السيولة لتلك الأرصدة الدائنة على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثانى ، فإنه يتيح للمستثمر تنويعاً فى مجالات الاستثمار التى تتفاوت فيما بينها من حيث المخاطر .

هذه هى المقترحات بشأن أدوات الاستثمار . ومن المعتقد أن تنويع تلك الأدوات — على النحو المشار إليه — من شأنه أن يجعل سوق رأس المال أداة لجذب المستثمرين مهما صغرت أو كبرت مواردهم المالية . كما أن من شأنه أن ييسر مهمة منشآت الأعمال والحكومة فى الحصول على ما تحتاجه من موارد لتمويل استثماراتها ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابى على النمو الاقتصادى فى الدولة المعنية . وإلى جانب ذلك فإن لتنويع أدوات الاستثمار أثر آخر غير مباشر على الظروف الاقتصادية ، يتمثل فى أنه يتيح لكل مستثمر أن يجد بغيته ، مما قد يجعل حجم العائد المتولد يأتى فى ترتيب متأخر فى سلم أولويات المفاضلة بين تلك الأدوات . بعبارة أخرى يتوقع أن يؤدى التنويع فى أدوات الاستثمار إلى

تخفيض تكلفة الأموال ، بما يتيح الفرصة لتنفيذ اقتراحات استثمارية ما كان يمكن أن تنفذ لو أن تكلفة الأموال مرتفعة . هذا بالطبع من شأنه أن يزيد فرص العمالة ، ويحقق الازدهار الاقتصادى فى الدولة .

ولعل المتابع لنشاط المصارف الاسلامية يجد دليلاً قاطعاً على أهمية جاذبية الأداة للمستثمر . فمن المفترض أن تلك المصارف تقدم خدمة لها جاذبية للمستثمر الذى يعتقد فى أن التعامل مع البنوك التجارية هو نوع من الربا . مرة أخرى نناى بأنفسنا عن الدخول فى جدل محتدم بهذا الشأن ، ولكن نشير إلى أن تلك الخدمة الجديدة سمحت لتلك المصارف أن تمنح عملائها معدلاً للعائد ، يقل أحياناً عن العائد الذى يحصل عليه مستثمر مماثل أودع أمواله فى أحد البنوك التجارية . بعبارة أخرى أن العميل قد قبل هذا القدر من العائد ، فى مقابل الحصول على خدمة يعتقد فى أنها متميزة ، نظراً لأنها تشبع لديه حاجة خاصة . وللمؤلف عودة بمشيئة الله إلى موضوع المصارف الاسلامية ، وذلك فى كتاب مستقل .

الخلاصـــة :

تمثل أسواق رأس المال البديل للتخطيط المركزى للنشاط الاقتصادى . لذا يصبح من الضرورى إنشاء تلك الأسواق على أساس سليم ، وإلا ترتب على وجودها آثاراً اقتصادية واجتماعية وخيمة . ولعل أولى خطوات هذا النوع من التخطيط هو تنويع أدوات الاستثمار المتاحة . فإلى جانب الأدوات التقليدية من أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات . هناك الاختيار والأوراق المالية المخلقة . وحتى بالنسبة للأدوات التقليدية فيمكن تطويرها ، بما يجعلها أكثر جاذبية لجمهور المستثمرين .

الفصل العشرون

مقترحات وتساؤلات بشأن تنظيم وإدارة أسواقنا العربية

عرض الفصل التاسع عشر لمقترحات بشأن تنمية أدوات للاستثمار ، تتيح لكل مستثمر فرصة للمفاضلة واختيار الأداة التى تناسبه . وإذا ما نجحت أسواقنا العربية فى هذا المضمار ، فإنها تكون قد خطت الخطوة الأولى على الطريق الصحيح . فالمستثمر هو عصب أسواق رأس المال ، وبدونه لا يكون هناك محل لهذه الأسواق . كذلك فإن جذب المزيد من المستثمرين من خلال تقديم تشكيلة ملائمة من أدوات الاستثمار ، أمر من شأنه أن يخلق حركة نشطة فى أسواق رأس المال ، بما يمكن المنشآت والحكومة من الحصول بسهولة على احتياجاتها من الموارد اللازمة للاستثمار وبتكلفة منخفضة ، وهو ما يسهم بدوره فى تحقيق النمو الاقتصادى وخلق فرص جديدة للعمل .

وإذا كان تنوع أدوات الاستثمار له أهميته لأسواق رأس المال ، فإنه لا يعد وحده كافياً لنجاحها . ذلك أنه من الضرورى أن يكون تنظيم الأسواق وإداراتها ملائماً ، كما ينبغى أن تتوافر للسوق آليات لضمان تحقيق السيولة والكفاءة . هذا إلى جانب ضرورة توافر معلومات كافية عن الأوراق المالية المتداولة ، ومراكز للبحث تعنى بتحليل تلك المعلومات . وفى تناولنا لمحتويات هذا الفصل سنعرض لكل جانب من تلك الجوانب فى قسم مستقل ، غير أن المعالجة هنا لن تسير على وتيرة واحدة ، فتارة ستتمثل فى مقترحات ، وتارة أخرى ستتمثل فى تساؤلات أو مزيج من تساؤلات ومقترحات .

وقبل أن نبدأ فى تناول تلك المحتويات ينبغى التأكيد على أن تلك التساؤلات لا تستهدف زرع بذور الشك والتشاؤم ، بشأن مستقبل تلك الأسواق فى عالمنا العربى ، بل هى بمثابة مواجهة صريحة تكشف عن أن الطريق طويل طويل ، وأن التؤده والتأن والصبر ينبغى أن تكون السمات التى يتحلى بها القائمين على تأسيس تلك الأسواق وتطويرها ، ونكرر هنا مرة أخرى أنه من

الأفضل أن تبدأ السوق صغيرة ثم تنمو تدريجياً على أساس سليم ، وذلك بدلاً من أن تبدأ كبيرة ثم تنتهى إلى لا شيء . ويبقى السؤال هل لذلك التحذير جدوى ؟ أم أن الطبيعة العربية التى تسبق الحركة فيها التفكير المتأن هى التى ستسود ؟

مقترحات وتساؤلات بشأن تنظيم وإدارة السوق[1] :

على ضوء ما تضمنته محتويات فصول الباب الثانى سوف تنصرف المقترحات والتساؤلات إلى مجال المفاضلة بين السوق المنظم والسوق غير المنظم ، والسوق المحلى والسوق الأجنبى ، إضافة إلى مجالات أخرى تتعلق بسبل الاتصال واعداد الكوادر ، ومؤسسات إصدار الأوراق المالية ، وتسجيل الإصدار ، وتسجيل المنشأة فى البورصة ، والتمويل النقدى الجزئى ، والبيع على المكشوف ، وتكلفة المعاملات ، وضوابط التعامل وسيادة القانون ، والتشريعات المنظمة لعمل السوق .

١ ــ الأسواق المنظمة وغير المنظمة :

يقصد بالسوق المنظم ذلك السوق الذى تجرى فيه كافة المعاملات فى مكان جغرافى واحد . أما السوق غير المنظم فهو ذلك السوق الذى يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه فى مقره . وفى أسواق رأس المال الكبيرة يمكن أن يتواجد السوقين معاً ، أما فى أسواقنا العربية فواحد من هذين السوقين قد يكفى . ويعتقد المؤلف فى هذا الصدد أن ظروف بعض الدول العربية قد لا تحتاج إلى سوق منظم ، فمثل هذا السوق يمثل ترف لا محل له . ذلك أن من بين المتطلبات الأساسية للسوق المنظم (البورصة) توافر عدد مناسب من المتعاملين ومن المنشآت المصرح لها قانوناً بإصدار أوراق مالية . بعبارة أخرى قد يكون من الملائم لهذه الدول الاكتفاء بسوق غير منظم ، تشرف عليه هيئة مستقلة لضمان سير الأمور وفقاً للقوانين المنظمة ، وبما يحد من الممارسات غير الأخلاقية التى من شأنها أن تحول السوق من أداة للتنمية إلى أداة للتخلف وتبديد الموارد المتاحة .

(١) تعتمد المقترحات والتساؤلات فى هذا القسم ــ أساساً ــ على مادة علمية تضمنها الباب الثانى .

بل ولعل المؤلف يذهب بعيداً ليؤكد على أن تحقيق سوق رأس المال لهدفه الأساسى وهو تحقيق التقدم والرخاء الاقتصادى ، يتطلب أن تكون هناك قاعدة صناعية جيدة . أما سوق رأس المال الذى يقوم على منشآت معظمها يضطلع بمهمة استيراد السلع للاتجار فيها ، أو الذى يقوم على منشآت تمارس أنشطة صناعية ثانوية ، فقد لا يكون الأداة الملائمة لتحقيق الرفاهية والرخاء المنشودين .

٢ ــ السوق المحلية والسوق العالمية :

كذلك قد يثار التساؤل عما إذا كان من الأفضل أن تكون سوق رأس المال محلية أو عالمية ؟ ويقصد بالسوق المحلية تلك السوق التى تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت والهيئات فى الدولة التى يوجد بها السوق . أما السوق العالمية فهى تلك السوق التى يسمح فيها بتداول أوراق مالية لمنشآت أو هيئات فى دول أخرى . وهناك مفهوم آخر للسوق الدولية ، يقصد به تلك السوق التى يسمح فيها لأى مستثمر مهما كانت جنسيته ، أن يتعامل شراءً وبيعاً فى الأوراق المالية التى تصدرها منشآت وهيئات محلية . أما المفهوم الواسع للسوق الدولية فيكون فيه تواجد للمستثمرين وللأوراق المالية من دول أخرى .

وبالنسبة للأوراق المالية للمنشآت والهيئات الأجنبية فقد يسمح بتسجيلها فى البورصة ، أو قد يكتفى بالتعامل عليها من خلال السوق غير المنظمة أى من خلال تجار الأوراق المالية وبيوت السمسرة فى خارج البورصة . ومهما كانت كيفية التعامل فى تلك الأوراق فإنه من غير الملائم لأسواقنا العربية أن تسمح بتداولها . لماذا ؟ الإجابة تكمن فيما ذكر فى القسم الأول من الفصل التاسع عشر . ذلك أن سوق رأس المال هو أداة لتجميع المدخرات لتوجيهها لمجالات الاستثمار المحلية ، التى من شأنها أن تحقق النمو والازدهار الاقتصادى . وإذا ما سمح للأوراق المالية لمنشآت فى دول أجنبية أن تتداول فى السوق المحلى ، لكان معنى ذلك انتقال الثروة إلى تلك الدول أى دون أن نستفيد بمواردنا المحلية فى تحقيق النمو والازدهار الاقتصادى .

وإذا ما ادعى أنصار السوق الدولية بأن هناك أوراقاً مالية لمنشآت أمريكية تتداول فى بعض الأسواق الأوروبية ، فإن الرد على ذلك سهل ويسير .

فالأسواق الأوروبية تتداول فيها أوراق مالية لمنشآت محلية عريقة يمكن أن تكون لها نفس جاذبية المنشآت الأمريكية . هذا إضافة إلى أن السماح بتداول أوراق مالية أجنبية فى السوق المحلى ، يعنى وجود فرصة لعمليات المراجحة مع أسواق أخرى تتداول فيها تلك الأوراق . وفى أسواقنا العربية التى تعانى من نقص الخبرة يمكن أن تؤدى تلك المراجحة إلى إرباك عمليات السوق ، بل وقد تؤدى إلى ترك آثار غير مباشرة على أسعار الأوراق المالية للمنشآت المحلية . ومما يزيد من احتمال مضاعفة التأثير السلبى لتداول أوراق مالية لمنشآت أجنبية ، أن السوق العربى يحتاج إلى وقت طويل يقاس بالسنوات ، حتى تتوافر فيه سمات السيولة والكفاءة التى عرضت لها الفصول من الرابع عشر حتى السادس عشر .

وبالطبع لا يعنى ذلك أنه لا توجد مزايا للسماح بتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات أجنبية فى السوق المحلى . ذلك أن تداول مثل تلك الأوراق يسمح للمستثمر ــ قد يكون شركة استثمار أو مؤسسة مالية أخرى ــ بأن يشكل محفظة ذات تنويع دولى ، تكون فيها المخاطر عند حدها الأدنى . يضاف إلى ذلك أن تداول تلك الأوراق وما يصحبه من ضرورة متابعة المعلومات المنشورة عنها ، يعنى إضافة المزيد من الخبرة والمعرفة التى تسهم فى تطوير السوق المحلى . ولكن مع ذلك يظل التساؤل قائماً ، هل تلك المزايا تعادل العيوب التى ينطوى عليها مثل ذلك السوق ؟

أما بالنسبة للسوق الدولية التى يسمح فيها للأجانب بالتعامل فى أوراق مالية لمنشآت وهيئات محلية ، فلا يبدو أن هناك اعتراض عليها ، ولكن ينبغى أن يكون ذلك فى ظل تشريع ، يقوم على سياسة عامة ومستقرة ولا محل لتغييرها بين الحين والحين ، والتى يسمح بمقتضاها للأجانب بامتلاك حصص فى رؤوس أموال المنشآت المحلية . وقد يكون من الملائم أن ينص التشريع على حداً أقصى للحصة التى يمكن أن يمتلكها مستثمر أجنبى فى رأس مال منشأة معينة أو فى قطاع معين .

٣ ــ سبل الاتصال واعداد الكوادر :

نجاح سوق رأس المال سواء كان منظم أو غير منظم ، محلى أو عالمى مرهون

بتوفير بعض المقومات . فى مقدمتها سبل الاتصال من تليفونات وأطراف الحاسوب إن أمكن . فالاتصال المستمر بين بيوت السمسرة ومندوبيها فى داخل البورصة أو بينها وبين عملائها أمر حيوى وضرورى . كذلك فإن الحاجة ماسة إلى توافر السماسرة المدربين وباعداد كافية ، وذلك قبل أن تبدأ البورصة فى ممارسة نشاطها . وهنا نشير إلى ظاهرة مثيرة للعجب ، وهو طموح القائمين على شئون أسواق رأس المال فى العالم العربى إلى النهوض بتلك الأسواق ، وجعلها كبيرة وفعالة فى فترة قصيرة ، فى الوقت الذى لم تسعى فيه لإعداد الكوادر اللازمة لذلك . بل والأكثر عجباً أنه لا توجد فى بعض جامعاتنا العربية مادة علمية متخصصة فى شئون البورصات ، بل وأن عدد المؤهلين بشأن البورصات والتطور الذى حدث فيها خلال العقدين الأخيرين يكاد يكون محدوداً للغاية .

ولا يعتبر توفير الكوادر هو المطلب الوحيد فهناك كذلك ضرورة الاستعداد ـــ قبل أن تبدأ السوق فى العمل ـــ لإصدار صحيفة متخصصة توفر المعلومات التى يحتاجها المستثمرين ، والتى أشار إليها الفصل السادس . وإذا لم يكن إصدار صحيفة متخصصة أمر ممكن فى المدى القصير ، فعلى الأقل ينبغى أن نوفر سبيل آخر لنشر تلك المعلومات . مرة أخرى يحتاج الأمر إلى صحفيين مؤهلين ، كما تحتاج الصحيفة نفسها إلى عدد من المحللين الذين يمكنهم تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين . هذا بالطبع ليس بالأمر الهين أو اليسير ، كما سنكشف عن ذلك فى القسم الثانى من هذا الفصل .

٤ ـــ مؤسسات الإصدار :

سبقت الإشارة فى الفصل الثالث إلى أن تداول الأوراق المالية فى أسواق رأس المال ، يسبقه إصدار لتلك الأوراق فى السوق الأول . وهنا يثار التساؤل عن المؤسسة التى ستضطلع بذلك النشاط . من بين البدائل المتاحة النموذج الأمريكى ، الذى فى ظله تقوم بيوت كبيرة للسمسرة بالاضطلاع بمهمة الإصدار ، والتى يطلق عليها بنوك الاستثمار . وعلى الرغم من النجاح الهائل الذى حققته تلك البنوك هناك ، إلا أنها قد لا تلائم بعض أسواقنا العربية ، نظراً للصغر النسبى لعدد الأوراق المالية المتداولة وصغر حجم الإصدار لكل منها .

كما أنه يخشى أن ينتهى الأمر بسيطرة بنك أو بنكين على عملية الإصدار ، مما يجعل سوق الإصدار شبه احتكارى .

ومن ناحية أخرى فإن اضطلاع بنك الاستثمار — بوصفه بنك متخصص — بالمهمة يزيد من ثقة المتعاملين ، وذلك على أساس أن قبول البنك تولى مهمة الإصدار لمنشأة ما ، هو بمثابة شهادة بأن المعلومات المتاحة عن الإصدار هى معلومات صادقة ، وأن تسعير الورقة المالية ليس فيه مغالاه ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصلين الثالث والخامس عشر . يضاف إلى ذلك أن اضطلاع بنك الاستثمار بالمهمة يعنى وجود بدائل للاتفاق على شروط الإصدار ، ونقصد بذلك ما إذا كان البنك سيضمن التصريف الكامل للإصدار أو جزء منه ، أو ما إذا كان الاتفاق سيقتصر على بذل أقصى جهد . وفى حالة الالتزام بتصريف الإصدار كله أو جزء منه ، يجوز للبنك أن يتدخل لشراء السهم إذا ما انخفضت قيمته السوقية خلال فترة تسويقه ، وهذه ميزة مرغوبة لأسباب سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثانى .

أما البديل الثانى فهو تولى البنوك التجارية شئون الإصدار . وذلك على أساس أن نشاط الإصدار فى بعض الأسواق العربية قد يكون محدوداً ، بما لا يستدعى وجود بنوك استثمار متخصصة فى هذا النشاط . ومن ناحية أخرى فإن اضطلاع البنوك التجارية بمهمة الإصدار أمر يكتنفه بعض العيوب ، ولنا فى التجربة الأمريكية عبرة . فعقب الكساد العظيم الذى أُتهِمَت أسواق رأس المال بإحداثه ، وافق الكونجرس الأمريكى على قانون يقضى بمنع البنوك التجارية من الاضطلاع بنشاط الإصدار . وذلك على أساس أن فشل البنك فى تصريف الإصدار الذى تعهد به من شأنه أن يعرضه لخسائر ، قد تؤدى فى النهاية إلى إضعاف الثقة ليس فى نشاط الإصدار فحسب ، بل وفى النظام المصرفى ذاته ، وذلك على النحو الذى سبقت الاشارة إليه فى الفصل الخامس .

ولتجنب تلك المشكلة قد يُقْتِرِحْ قصر مسئولية البنك التجارى على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار ، دون أن يقدم أى ضمان لتصريفه كله أو جزء منه . ورغم وجاهة هذا الاقتراح إلا أن من شأنه أن يخلق بعض المشكلات .

فى مقدمتها أن نشاط الإصدار الذى يقوم به البنك سيقتصر أساساً على التسويق ، وحتى لو اضطلع البنك بالمهام الأخرى التى تتصل بالإصدار والتى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثانى ، فسيكون ذلك فى حدود ضيقة . وفى مثل هذه الظروف لن يكون قيام البنك بنشاط الإصدار بمثابة شهادة يعتمد عليها خاصة فى شأن تسعير الورقة المالية محل الإصدار ، ولهذا بالطبع تأثيره العكسى على الإقبال على التعامل فى الأوراق المالية . يضاف إلى ذلك أن قصر نشاط الإصدار الذى يضطلع به البنك على التسويق ، من شأنه أن يقضى على حدة المنافسة فى مجال الإصدار ، مما يحمل فى ثناياه آثاراً عكسية على كفاءة السوق .

يبقى بديل ثالث وهو الأسلوب المباشر الذى يلقى فيه عبء الإصدار على المنشأة ذاتها . وقد يكون هذا البديل جذاباً لبعض المنشآت ، خاصة إذ ما كان البديل الآخر المتاح هو قيام البنوك التجارية بنشاط الإصدار . غير أن ما يعاب على هذا البديل أنه ليس للمنشأة خبرة واسعة بالنشاط تضاهى مثيلتها المتاحة لبنوك الاستثمار وحتى للبنوك التجارية . يضاف إلى ذلك أنه فى ظل هذا البديل لن يسمح للمنشأة بالتدخل بشراء أسهمها ، وذلك إذا ما تعرضت القيمة السوقية للسهم للانخفاض قبل أن تنتهى من تصريف الإصدار . وحتى لو اضطلع البنك التجارى بمهمة الإصدار ، فلا مجال لقيامه بالتدخل للشراء ، طالما أنه لا يضمن تصريف حد أدنى منه .

هذه هى البدائل الثلاثة المتاحة ، أما المفاضلة بينها فتعتمد على ظروف السوق . ففى مصر مثلاً قد يكون من الملائم قيام بنوك للاستثمار بالمهمة ، وذلك على أساس وجود قاعدة صناعية وتجارية كبيرة ، ربما تبرر وجود تلك البنوك ، وان كان من المفضل — فى السنوات الأولى من عمر السوق — أن تتولى البنوك التجارية تلك المهمة وعلى أساس بذل أقصى جهد . ويختلف الحال بالطبع فى الأسواق الأخرى ففى تونس والأردن ودول الخليج على سبيل المثال ، قد يكون قيام البنوك التجارية بالمهمة هو أفضل البدائل . بل وقد يكون من الملائم تشجيع تأسيس بنوك استثمار على مستوى العالم العربى ، لكى تضطلع بتلك المسئولية فى كافة الأسواق بصرف النظر عن حجمها .

٥ ــ تسجيل الإصدار :

تكلفة تسجيل الإصدار هى فى الأساس تكاليف ثابتة تبلغ نسبتها حوالى ٨٠٪ من التكلفة الكلية للإصدار ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث والفصل الخامس . لذا فقد يكون من الملائم أن تأخذ أسواقنا العربية بمفهوم التسجيل على الرف ، الذى من شأنه أن يعطى المنشأة الحق فى تسجيل الأوراق المالية التى ترغب فى إصدارها فى المستقبل ، وذلك من خلال خطة إصدار تغطى عدد من السنوات . مثل هذا الاقتراح من شأنه أن يؤدى إلى تخفيض تكلفة الاصدار فى المدى الطويل . ونظراً لأن انخفاض تكلفة الإصدار من شأنها أن تسهم فى تشجيع المنشآت على اللجوء لأسواق رأس المال طلباً لموارد جديدة ، فإن أثرها يكون مباشراً على كفاءة السوق .

ورغم تلك المزايا ، فقد كشفت التجربة عن أن الوفورات فى ظل التسجيل على الرف ، تقل عن التكاليف المصاحبة والتى تتمثل فى اضطرار المنشآت ــ خاصة صغيرة الحجم ــ إلى تقديم خصم على سعر الورقة المصدرة . هذا الانتقاد لا يعنى إلغاء اقتراح التسجيل على الرف ، ذلك أن أهميته تظل قائمة خاصة للمنشآت الكبيرة ، وذلك لأسباب سبق ذكرها فى الفصل الثالث ، أما المنشآت الصغيرة فيمكنها أن تتبع الأسلوب التقليدى فى التسجيل .

٦ ــ شروط تسجيل المنشأة بالبورصة :

من الأمور الموجبة للتحذير هو أنه فى ظل موجة الاندفاع لإنشاء أسواق رأس المال تقع الأخطاء . وفى مقدمة تلك الأخطاء وضع شروط متساهلة تسمح بتسجيل منشآت صغيرة لا تضيف للسوق ، بل تمثل عبئاً عليه فى تحقيق الهدف الذى أنشىء من أجله . فللتسجيل شروط ضرورية ينبغى توافرها لضمان كفاءة السوق ، منها ما يتعلق بعدد المساهمين ومنها ما يتعلق بحجم المنشأة وربحيتها ، وكلها متغيرات أساسية تستهدف ضمان حداً أدنى من التعامل على الورقة المالية التى تصدرها المنشأة . فلا جدوى من تسجيل مئات المنشآت يتميز سوق أوراقها المالية بالضحالة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الخامس عشر .

يضاف إلى ذلك مشكلة أخرى تتعلق بتسجيل منشآت القطاع العام التى تحظى بمعاملة خاصة من الحكومة[٢] . فتسجيل تلك المنشآت وتداول أوراقها المالية فى الأسواق يمثل هو الآخر عقبة أمام تحقيق أسواق رأس المال لأهدافها . فكما سبقت الإشارة فى القسم الأول من الفصل التاسع عشر فإن سوق رأس المال هو الآلية التى يعتمد عليها فى التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة . وعليه فإنه لو كانت كفاءة أداء منشآت القطاع العام منخفضة ، فى الوقت الذى تحقق الأسهم التى تصدرها عائد مرتفع ــ بسبب المعاملة الخاصة التى تحظى بها من قبل الحكومة ــ فسوف يزداد الطلب عليها مما يرفع أسعارها إلى مستوى لا يتناسب مع قوتها الإيرادية الحقيقية . باختصار قد يترتب على تسجيل شركات القطاع العام التى تحظى بمعاملة خاصة من قبل الحكومة ، إلى عدم تحقيق السوق لهدف التخصيص الكفء للموارد المالية . لذا فإن علينا أن نختار بين ترك آلية سوق رأس المال تقوم بمهمة تخصيص الموارد أو نترك الأمر للحكومة كلية ، أما التداخل بين السبيلين فنتائجه قد تكون وخيمة ، خاصة إذا كان الاقتصاد يعانى من المتاعب[٣] .

كذلك يثار الجدل حول المفاضلة بين الاختيار والاجبار على التسجيل فى البورصة . والرأى عندى أن الإجبار وإن كان من شأنه أن يزيد من عدد الأوراق المالية المسجلة فى البورصة ، إلا أن من شأنه أيضاً القضاء على معيار هام للحكم على مدى نجاح السوق فى تحقيق الهدف الذى أنشئت من أجله ، والذى يتمثل فى مدى الرغبة الصادقة فى التسجيل . فللتسجيل فى البورصة مزايا عديدة عرض لها الفصل الثالث . ويأتى فى مقدمة هذه المزايا تخفيض تكلفة الحصول على الأموال ــ مما يعنى استغلال المزيد من الفرص الاستثمارية ــ وتوفير معلومات عن نشاط المنشأة والمستقبل الذى ينتظرها . وفى ظل هذه المزايا يتوقع أن تتلهف المنشآت بإرادتها على التسجيل فى البورصة . وقد يثار جدال بأن عدم تسجيل شركات الأموال فى البورصة

(٢) قد يطرح جزء من أسهم تلك المنشآت للبيع للجمهور ، غير أن الحكومة تملك الحصة الأكبر لضمان تسيير المنشأة وفقاً للأهداف التى تحددها .

(٣) تعمد الحكومة فى اليابان إلى تقديم الدعم لبعض المنشآت أو القطاعات لأهداف معينة ، مثل هذا الدعم يلاقى اعتراضات شديدة لأسباب سبق ذكرها .

يرتبط فى الأذهان بما حدث لمودعيها ، بشكل يقضى بضرورة جعل التسجيل الزامى . غير أن المؤلف يعتقد فى أن العكس هو الصحيح . فلو أن هذا هو حال المنشآت غير المسجلة ، فإنه يتوقع أن يبتعد عنها المستثمرين ، مما تضطرد معه فى النهاية الى السعى بنفسها للتسجيل .

بعبارة أخرى لو أن التسجيل فى البورصة اختيارى ، حينئذ يكون من الممكن الحكم على كفاءة البورصة من خلال طلبات التسجيل التى تتقدم بها المنشآت . فالكفاءة المتميزة يتوقع أن يصحبها مزيد من طلبات التسجيل . أما الكفاءة المتدنية فسوف يصحبها عدم ورود طلبات جديدة ، بل وربما يصحبها تفكير بعض المنشآت فى الانسحاب ، والذى يعد بدوره أداة تنبه المسئولين لضرورة المسارعة فى البحث عن الأسباب ومعالجتها . أما التسجيل الاجبارى فلن يكون من الممكن فى ظله الكشف عن تلك العيوب ، ومن ثم ستظل الأسواق تعمل بشكل قد يكون له أثره العكسى على الرفاهية والرخاء .

هذا يدفعنا إلى كلمة أمينة نوجهها إلى المسئولين عن تلك الأسواق ، وهى أن منشآت الأعمال التى تصدر الأوراق المالية هى فى الأساس منشآت القطاع الخاص ، يدرك القائمين على إدارتها دون غيرهم ما إذا كانت مصلحتهم فى التسجيل من عدمه . فالوصاية التى مُوِرسَتْ فى مجالات كثيرة أثبتت فشلها الزريع . فقوة أى تنظيم ينبغى أن تستمد من نجاحه فى القيام بمهمته وليس بإجبار الأطراف المعنية على الحصول على عضويته .

نضيف كذلك ما سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث من أن هناك منشآت ليس من صالحها ، أن تسجل نفسها فى بورصة الأوراق المالية . أما بسبب عدم الرغبة فى توزيع أسهمها على نطاق واسع ، أو عدم الرغبة فى نشر المعلومات التى يقتضيها التسجيل . ويكفى أن نذكر فى هذا الصدد أن عدد المنشآت المسجلة فى البورصات فى الولايات المتحدة الامريكية يقل عن ١٪ من مجموع المنشآت العاملة هناك . حقاً قد تبدأ الأسواق صغيرة فى ظل اقتراح التسجيل الاختيارى ، لكنها ستسير خطوة خطوة بثبات ، وهذا أفضل بكثير من أن نبدأ باسوق كبيرة ثم نفشل فى إدارتها وتسييرها ، وينتهى الأمر بالاحباط

الذى قد يشوه صورة تلك الأسواق ، رغم الهدف المرغوب الذى تسعى إلى تحقيقه .

٧ ـــ التمويل النقدى الجزئى :

يمثل التمويل النقدى الجزئى أسلوباً لسداد قيمة الصفقات . وفى ظل هذا الأسلوب يقوم المستثمر بتمويل جزء من مشترواته نقداً ، والباقى يتم سداده بأموال مقترضة يحصل عليها بضمان الأوراق المالية محل صفقة الشراء .. وكما يبدو فإن الشراء النقدى الجزئى من شأنه أن يؤدى إلى زيادة عمق السوق واتساعه ، وهما سمتان أساسيتان لتوفير السيولة كما سبقت الإشارة فى الفصل الخامس عشر . ورغم هذه الميزة الجوهرية والهامة للشراء النقدى الجزئى ، فإنه ينبغى أن يكون الهامش المبدئى عالياً فى السنوات الأولى من عمر السوق على الأقل ، وذلك رغبة فى الحد من المشكلات التى يمكن أن تنشأ عن مثل هذه الصفقات . بل وقد يرى المسئولين تأجيل الأخذ بهذا الأسلوب ، إلى أن يرسى السوق دعائم نجاحه واستمراره .

٨ ـــ البيع على المكشوف :

من صور البيع على المكشوف قيام المضارب بإبرام صفقة البيع فى الوقت الذى لا يتوافر لديه الأوراق محل الصفقة ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الرابع . هذه الصورة من الصفقات هى فى حقيقة أمرها مضاربة قد تكون غير مقبولة ، خاصة فى السنوات الأولى من عمر سوق رأس المال . وإلى جانب تلك الصورة هناك صورة أخرى مختلفة ، ونقصد بها صفقات البيع التى يبرمها مستثمر يمتلك ذات الأوراق ولكن لا يستخدمها فى تنفيذ الصفقة Short Sales Against the Box وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الثالث من الفصل الرابع .

هذا النوع من البيوع على المكشوف يمكن أن يحقق من ورائه المستثمر بعض الأغراض الضريبية ، كما يمكن أن يستخدمه لغرض التغطية ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها . وذلك إلى جانب استخدامها فى عملية المراجحة ، وتيسير تسليم الأوراق المالية . هذه الاستخدامات التى سبقت



الإشارة إليها فى الفصل الرابع ، من شأنها أن تشجع المستثمرين على التعامل فى أسواق رأس المال ، نظراً للفوائد العظيمة التى تسفر عنها تلك الاستخدامات .

٩ ــ تكلفة المعاملات :

من أهم عناصر تكلفة المعاملات عمولة السمسرة ، وهامش الربح الذى يحققه صانع السوق ، والضريبة ، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة . وفى هذا الصدد ينبغى أن تعمل اللجنة المذكورة على اتخاذ الإجراءات الكفيلة بجعل عناصر تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى . فكما سبقت الإشارة فى مواضع متعددة فى هذا الكتاب ، أنه كلما انخفضت تكلفة المعاملات كلما تحسنت سيولة السوق ، وكلما كانت أسعار الأوراق المالية معبرة عن المعلومات المتاحة بشأن المنشآت المصدرة لتلك الأوراق .

١٠ ــ ضوابط التعامل وسيادة القانون :

كشف الفصل الخامس عن صوراً متعددة للممارسات غير الأخلاقية مثل البيع الصورى ، والشراء بغرض الاحتكار ، واستغلال الثقة ، واتفاقيات التلاعب . هذه الممارسات وغيرها يتوقع أن يتعرض لها المتعاملين فى أسواق رأس المال العربية . وفى اعتقاد المؤلف أن هذه الممارسات المحتملة ستكون نقطة الضعف الخطيرة فى تلك الأسواق وذلك لسببين : السبب الأول أن تلك الأسواق مهما كبرت فهى صغيرة نسبياً إلى الحد الذى يَسْهُلْ فيها تنفيذ تلك الممارسات . أما السبب الثانى فيكمن فى الاعتقاد الراسخ لدى المؤلف بشأن صعوبة مواجهة تلك المخالفات بالحزم المطلوبة . لماذا ؟ لأن سيادة القانون فى عالمنا العربى مشكوك فيها . فالممارسات اليومية تثير التساؤل ــ فى كثير من الأحيان ــ عما إذا كان القانون يطبق على الجميع دون تمييز .

وحتى عندما يلحق القانون ببعض المخالفين ، فإن الشواهد تؤكد على قدرتهم ــ فى بعض الأحيان ــ من الإفلات بل والهروب كلية خارج البلاد . ولا يقتصر الأمر على ذلك فهناك جانب آخر للصورة ، يتمثل فى احتمال تلفيق تهم الغش والاحتيال لبعض المتعاملين ، ربما لأسباب سياسية . مثل هذه

الممارسات من شأنها أن تضعف ثقة المتعاملين فى السوق . وحتى لو خلصت النوايا فى مواجهة تلك الممارسات غير الأخلاقية ، هناك مشكلة بطء الإجراءات القضائية وهى مسألة لا يمكن تَحَمُّلُهَا فى مجال التعامل فى أسواق رأس المال .

ومن الممارسات الخطيرة والمحتملة فى أسواقنا العربية أيضاً قدرة فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة بشأن ما يجرى فى داخل المنشآت ، بما يمكنهم من إبرام الصفقات فى التوقيت السليم ، وتحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين حسنى النية . وتبدو هذه المشكلة شديدة الخطورة بالنسبة لأسواقنا العربية . ذلك أن ظاهرة السماح ــ ولو ضمنياً ــ لفئات معينة بالحصول على معلومات يصعب أن تتاح لغيرهم هى ظاهرة متفشية بل وللأسف مقننة .

فمن الملاحظ فى العالم العربى أن العديد من الوزراء ورؤساء الوزارات السابقين يشغلون مناصب رؤساء مجالس العديد من البنوك الأجنبية ، وبعض شركات القطاع الخاص . ولعل القارىء قد سأل نفسه مرة عن المؤهلات المتوفرة لدى هؤلاء حتى يشغلوا تلك الوظائف . الإجابة أن مؤهلاتهم تكمن فى أن لهم اتصالات بالوزراء الحاليين أو على الأقل مع كبار الموظفين فى الوزارات ، تمكنهم من معرفة الخطط المستقبلة التى تزمع الحكومة تنفيذها ، ومن ثم يمكنهم تحصين البنك أو المنشأة فى الوقت المناسب ضد تلك الخطط ، بل وربما الاستفادة منها فى تحقيق الأرباح . وفى اعتقاد المؤلف أنه من الملائم العمل على اصدار نص تشريعى يُحَرِم شغل الوزراء ورؤساء الوزارات السابقين ومن فى مستواهم وظائف فى القطاع الخاص ، إلا بعد مرور خمس سنوات على تركهم المنصب الوزارى .

نعود مرة أخرى للنقطة الرئيسية الخاصة بامكانية فئة معينة من الحصول على معلومات عن منشآت الأعمال ونتساءل ، هل يمكن وضع ضوابط فعالة لهذا النوع من الممارسات ؟ وهل ستكفى تلك الضوابط ؟ هل سيادة القانون مؤكده بما يضمن مواجهة تلك الممارسات دون تمييز بين مرتكبيها ؟ لا أعتقد أن لدى الإجابة ، فهل لدى القارىء إجابة ؟

١١ ـــ التشريعات المنظمة للسوق :

كشف الفصل الخامس عن أمثلة للممارسات المحتملة فى أسواق رأس المال ، وتعج الأحكام المنشورة فى كثير من القضايا فى الدول التى لها خبرة طويلة فى تلك الأسواق ، بصوراً عديدة لتلك الممارسات . لذا قد يكون من الملائم أن يتفرغ فريق متخصص لدراسة تلك الممارسات وإعداد التشريعات الملائمة لمواجهتها عندما تحدث ، وذلك بدلاً من الانتظار حتى وقوعها بالفعل ، ثم نفكر بعد ذلك فى إصدار التشريعات .

فالوقاية إذا كانت خير من العلاج فى مجالات كثيرة ، فإن أهميتها لأسواق رأس المال تعد ضرورة حيوية . فالممارسات غير الأخلاقية من شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين ، وهو أمر خطير إذا ما أخذ فى الحسبان أن السوق ـــ فى ظل غياب التخطيط المركزى المباشر والشامل ـــ تعد الأداة الأساسية فى تخصيص الموارد إلى المجالات التى من شأنها أن تحقق النمو والازدهار الاقتصادى .

كذلك قد يكون ملائماً أن نشير فى هذا المجال إلى ضرورة التأنى فى إصدار التشريعات . فالتشريعات المتسرعة التى يعاد النظر فيها أكثر من مرة ، كفيلة هى الأخرى أن تزعزع ثقة المتعاملين . يضاف إلى هذا وذاك الحاجة الماسة إلى تطوير محتويات البرنامج الدراسى فى كليات الحقوق ، لكى تستوعب المعاملات فى مجال أسواق رأس المال .

مقترحات وتساؤلات بشأن آليات السوق[٤] :

إلى جانب النواحى التنظيمية السابق الإشارة إليها ، ينبغى أن يتوافر للسوق آليات لتحقيق الانضباط فى حركة الأسعار ، وآليات لإزالة الخلل الشديد بين أوامر البيع وأوامر الشراء . إضافة إلى آليات تنفيذ الصفقات ، ونقصد بها المزاد أو المزادات التى تعقد جلساتها يومياً :

١ ـــ آليات ضبط حركة الأسعار :

تتدفق أوامر البيع والشراء إلى البورصة فى نمط عشوائى ، فأحياناً ترجح

(٤) تعتمد المقترحات والتساؤلات فى هذا القسم على المادة العلمية التى تضمنها الباب الخامس والباب السادس .

كفة أوامر البيع لورقة ما ، وفى أحيان أخرى ترجح كفة أوامر شرائها . وفى ظل هذه الظروف ، يخشى أن يؤدى هذا النمط العشوائى لورود الأوامر ، إلى التأثير على القيمة السوقية للورقة المعنية . وترجع تلك الخشية إلى أنه فى السوق الكفء ينبغى أن يكون التغير فى الأسعار مصدره معلومات عن المنشأة المصدرة للورقة المالية ، أما التغير فى السعر الذى يرجع إلى مصادر أخرى فهو غير مقبول ، وإن حدث فينبغى أن يكون فى أضيق الحدود .

وفى هذا الصدد يوجد عدد من البدائل لتحقيق الانضباط أو الانتظام فى حركة الأسعار . ففى بورصات نيويورك واستراليا وألمانيا الغربية واليابان وسويسرا هناك المتخصص الذى يقف ــ بحكم مسئوليته ــ على أهبة الاستعداد فى أى لحظة لتحقيق التوازن بين المعروض والمطلوب من الورقة المالية التى يتعامل فيها (Roll, 1988, P. 29) . ففى حالة زيادة أوامر البيع على أوامر الشراء ، لا يتردد المتخصص فى الشراء لحسابه الخاص ، طالما كان ذلك فى حدود قدرته المالية . أما إذا كانت أوامر الشراء أكثر من أوامر البيع ، حينئذ يقوم بتنفيذ الأوامر الفائضة مما لديه من مخزون من تلك الورقة . وكما سبقت الإشارة يخضع المتخصص فى ذلك لرقابة مشددة ، لضمان أن جهوده فى هذا الشأن لا تستهدف تحقيق أرباح احتكارية ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثامن عشر .

أما فى السوق غير المنظمة فى الولايات المتحدة ، وفى بورصة لندن ــ منذ أدخل نظام الدفعة الكبرى ــ يتحقق الانضباط والانتظام فى حركة الأسعار من خلال المنافسة الشديدة بين جميع صناع السوق ، الذين لهم الحق جميعاً فى أن يتعاملوا فى أى ورقة مالية مطروحة للتداول . وفى بورصة بلجيكا وإيطاليا والمكسيك وأسبانيا ، وأيضاً فى بورصة العقود المستقبلة فى الولايات المتحدة يتحدد حد أقصى للتغير فى السعر من جلسة مزاد إلى أخرى فى ذات اليوم ، وبما يحقق الانتظام فى حركة الأسعار .

وإذا ما تذكر القارىء تفاصيل تلك الأنظمة التى عرضت لها بعض الفصول السابقة ، فقد يرى ــ وتكون رؤيته صحيحة إلى حد كبير ــ أن نظام المتخصصين ربما لا يلائم أسواقنا العربية لعدة أسباب : أولها أن رسوم عضوية

المتخصص عادة ما تكون كبيرة ، وأن رأسماله ينبغى أن يكون كبيراً أيضاً ، بما يساعده فى تحقيق الانتظام لسعر الورقة التى يتعامل فيها . أما السبب الثانى فإنه فى السنوات الأولى من عمر السوق يتوقع أن تحدث مخالفات بل وممارسات غير أخلاقية متعمدة . وهذه الممارسات إذا ما تكررت لورقة مالية ما ، كفيلة بأن تؤدى بالمتخصص الذى يتعامل فيها إلى الافلاس أو إلى تحقيق ثروات طائلة على حساب مستثمرين آخرين . ومما يزيد من خطورة الموقف ، الضعف المتوقع لكفاءة السوق فى تلك الفترة . لذا قد يكون من الملائم الأخذ بالنظام المعمول به فى بورصة لندن ، بمعنى الأخذ بنظام ضبط حركة الأسعار من خلال المنافسة بين صناع السوق .

٢ ــ آليات إزالة الخلل الشديد :

فى أحياناً كثيرة قد يكون الخلل فى التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء كبيراً ، بحيث لا يمكن للمتخصص الاضطلاع به . وحتى فى الأسواق التى لا تأخذ بنظام المتخصصين قد لا يستطيع صناع السوق إزالة الخلل إلا بإحداث تغيرات سعرية كبيرة . وفى مواجهة تلك المشكلة يوجد ثلاثة بدائل أساسية : البديل الأول وتسير عليه البورصات التى تعتمد على نظام المتخصصين . وفى ظله يقوم المتخصص بتقديم طلب لإدارة البورصة لإيقاف التعامل على السهم الذى يتعرض للخلل ، على أن يقوم فى نفس اللحظة بالاتصال بالسماسرة والتجار فى داخل وخارج البورصة ، فى محاولة منه للحصول على أوامر مقابله من شأنها إزالة الخلل . وعندما يتحقق له ذلك يُرفع الايقاف ، ويبدأ التعامل على السهم بطريقة عادية .

أما البديل الثانى فهو وضع حدود للتغير فى الأسعار من يوم إلى آخر ، على أن لا تبرم أى صفقات خارج تلك الحدود . وإذا ما حدث الخلل وتوقف إبرام الصفقات ، على أساس أن الحد المقرر خلال ذلك اليوم غير كاف لإبرام صفقات مقابلة ، تظل الأوضاع على ما هى عليه حتى اليوم التالى حيث توضع حدود جديدة من شأنها أن تزيل الخلل . أما عيوب ومزايا البديلين فقد عرض لهما الفصل الثامن عشر . وأخيرا هناك البديل الثالث المعمول به فى السوق غير المنظمة فى الولايات المتحدة وبعض البورصات فى دول أخرى ، وهو نظام لا

توجد به آليات خاصة لإزالة الخلل . فالخلل يتم مواجهته من خلال السعر الذى يحقق التوازن بين المعروض والمطلوب من الورقة المالية .

أى البدائل أفضل ؟ لا توجد إجابة محددة إلا فى ظل معرفة هيكل السوق . غير أن ما ينبغى الإشارة إليه هو أن آلية إيقاف التعامل يمكن أن يؤخذ بها حتى لو لم تأخذ البورصة بنظام المتخصصين . يضاف إلى ذلك أن نظام إيقاف التعامل يمكن أن يكون جذاباً ، إذا ما صحبه إلزام باتباع استراتيجية الشمس المشرقة التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثالث عشر . وتقضى تلك الاستراتيجية بأن تقوم المؤسسات المالية المتخصصة فى الاستثمار ، مثل شركات التأمين وشركات الأموال ـــ وهى المؤسسات التى تتميز صفقاتها بالضخامة ـــ بالإعلان مقدماً عن رغبتها فى شراء أو بيع ورقة معينة أو مجموعة من الأوراق .

٣ ـــ آليات تنفيذ الصفقات « المزاد » :

هناك نوعين من المزادات : المزاد الواحد ، والمزاد المستمر . ويقصد بالمزاد الواحد تلقى الأوامر طوال اليوم ، ثم تصفيتها بمقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع فى جلسة مزاد واحدة . أما المزاد المستمر وهو معمول به فى البورصات التى تأخذ بنظام المتخصصين ، ففيه تتم تصفية الأوامر أول بأول ، وهو ما يعنى عقد أكثر من مزاد واحد خلال اليوم . ولكل نظام مزاياه وعيوبه التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الثامن عشر .

وهناك نظام ثالث يقترحه روبنستين (Rubinstein, 1988, P. 43) قد يناسب البورصات العربية وبمقتضاها يجرى المزاد ثلاث أو أربع مرات يومياً وفى توقيت محدود ومعروف للجميع . وفى كل مرة يتم تجميع الأوامر التى وردت ، ليتم تنفيذها بسعر واحد محدد ، هو أقصى سعر يقدمه مشترى وأقل سعر يقدمه بائع ، وذلك على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل الثالث عشر . هذا النظام من شأنه أن يسهم فى التخلص من بعض عيوب النظامين السابقين .

مقترحات وتساؤلات بشأن المعلومات وتحليلها[٥] :

المعلومات هى الأساس الذى يعتمد عليه المستثمرين فى اتخاذ قراراتهم . فبدون المعلومات تتحول سوق رأس المال من لعبة عادلة ، إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة . ولا تقتصر المعلومات المطلوبة على المعلومات التى تخص المنشأة ذاتها ، بل تمتد إلى المعلومات عن الصناعة وعن الاقتصاد القومى ، بل وربما الاقتصاد العالمى كذلك . وفى الولايات المتحدة وغيرها من الدول التى توجد بها أسواق قوية لرأس المال ، تتوافر المعلومات بغزارة من كل صوب . فهناك الصحف والمجلات المتخصصة فى مجال المال والأعمال ، ومطبوعات استشارى الاستثمار ، والتقارير التى تنشرها المنشآت ، ومطبوعات بيوت السمسرة ، والمطبوعات الحكومية ، وبنوك المعلومات . والأهم من كل ذلك أن السواد الأعظم من تلك المصادر متاح إما بالمجان ــ من خلال المكتبات العامة والجامعية ــ أو بتكلفة زهيدة . وفى الحالات التى يكون فيها مصدر المعلومات مكلفاً نسبيا ، تعتبر التشريعات تلك التكلفة من بين المصروفات التى تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

ولا يقتصر الأمر على ضرورة توافر المعلومات بل ينبغى أن تتوافر الكوادر القادرة على تحليل تلك المعلومات . فكل مصدر من المصادر المشار إليها لا ينشر فقط معلومات خام ، بل ينشر كذلك وجهات نظر وتقارير بشأن تلك المعلومات . وهذا أمر له أهميته . فمن غير المتوقع أن يتوفر للمستثمر العادى المعرفة والدراية بأساليب التحليل المطلوبة ، فى الوقت الذى قد لا يكون فى استطاعته الاستعانة بمكاتب استثمار متخصصة فى تقديم النصح والمشورة .

وهنا نثير عدداً من المقترحات والتساؤلات تتعلق بطبيعة المعلومات المطلوبة ، ومدى دقتها ، ومؤشرات الأسعار ، وتحليل المعلومات .

١ ــ طبيعة المعلومات المطلوبة :

المعلومات التاريخية لا قيمة لها للمتعاملين فى أسواق رأس المال . ذلك أن

---

(٥) تعتمد المقترحات والتساؤلات فى هذا القسم على المادة العلمية التى تضمنها الباب الثالث والباب الرابع .

المطلوب هو معلومات مبنية على أساس التنبؤ بالأوضاع المستقبلة فى مجال الشئون العالمية ، والشئون الاقتصادية المحلية مثل التوقعات بشأن معدلات التضخم وأسعار الفائدة والمعروض من النقود . وبالنسبة للصناعات المختلفة يحتاج المستثمر لمعلومات عن معدل النمو المتوقع لكل منها ، والتوقعات بشأن قدرتها على فتح أسواق جديدة ، أو مدى قدرتها على الوقوف فى وجه منافسة صناعة أخرى محلية أو أجنبية ، وما شابه ذلك . وعلى مستوى المنشأة يحتاج المستثمر إلى معلومات عن مدى تأثرها المحتمل بموجات رواج أو كساد أو تضخم متوقعه ، ومدى إمكانية دخول منشآت جديدة منافسة ، إلى جانب معلومات عن المعدل المتوقع للنمو والربحية ، وغير ذلك من المعلومات التى سبقت تغطيتها فى الباب الثالث .

والآن هل يمكن لنا أن نوفر تلك المعلومات للمتعاملين فى أسواقنا العربية بالمجان أو بتكلفة زهيدة ومن أكثر من مصدر ؟ وكيف يمكن إعداد الكوادر المؤهلة لإجراء تحليل متعمق لتلك المعلومات ؟ وما هو السبيل لتطوير برامج التعليم فى جامعاتنا ، بما يسهم فى إعداد كوادر مؤهلة للقيام بهذا النوع المتعمق من التحليل ؟ هل من الأفضل المسارعة بإرسال بعثات تدريبية للحصول على المعرفة فى هذا المجال ؟ وتساؤلات أخرى كثيرة ولكن أخطرها هو هل نؤمن من أعماقنا إيماناً لا يقبل الشك ، بأن المعلومات هى القلب النابض لأسواق رأس المال ؟ هل نؤمن إيماناً راسخاً لا شك فيه ، بأن المعلومات المطلوبة لأسواق رأس المال هى المعلومات التى تقوم على رؤية مستقبلة فى المجالات المختلفة ، وليس المعلومات التاريخية عن الماضى القريب أو السحيق ؟

٢ ــ دقة المعلومات :

دعنا نفترض أن لدينا المصادر المتعددة للمعلومات ، والمتاحة بالمجان أو بتكلفة زهيدة ، ولنفترض أيضاً أن لدينا الكوادر المدربة على هذا النوع من التحليل ، فهل هذا يكفى ؟ أعتقد أن هناك مسألة أخرى هامة ينبغى توافرها هى أمانة الكلمة . فالصحافة العربية خضعت ــ لردح طويل من الزمن وما زالت تخضع ــ لرقابة تتفاوت فى شدتها من دولة إلى أخرى . وبسبب هذه الرقابة وما يحتمل أن تنمو فى ظلها الشلليه ومراكز نفوذ ، يكون إعداد كوادر

صحفية كفئه ومتفهمه لرسالة الصحافة مسألة غير يسيره . بعبارة أخرى يتوقع أن يمضى بعض الوقت قبل أن يطمئن المستثمرين إلى أن المعلومات التى تنشر من خلال وسائل الإعلام ، هى معلومات يمكن الثقة فيها .

وإذا ما تذكر القارىء ما سبقت الإشارة إليه فى الفصل الخامس ، من أن اتفاقيات التلاعب ـــ التى كانت تحدث فى السوق الأمريكية والتى كانت من بين أسباب حدوث الكساد العظيم ـــ قد اشترك فيها صحفيين ، لاتضح أهمية التفكير المتعمق فى مواصفات الصحيفة التى ستضطلع بمهمة نشر المعلومات ، بل ومواصفات الصحفى الذى سيضطلع بالمهمة . فمثلاً قد يكون من الملائم أن تكون الصحيفة يومية ، وغير مملوكة للحكومة ، وغير تابعة للمؤسسة الحكومية للصحافة ، وأن لا ترتبط من قريب أو من بعيد بمسئولين فى الجهاز الحكومى . بل وأن لا يشترك فى تأسيسها أفراد لهم حصة فى رأس مال أى وسيلة من وسائل الإعلام التى تنشر إعلانات .

يضاف إلى ذلك عدم السماح للصحيفة ذاتها بنشر إعلانات لأى منشأة من منشآت الأعمال . ذلك أن تأثير الإعلانات كمورد أساسى للصحف ، من شأنه أن يلقى بظلال من الشك بشأن ما ينشر فى تلك الصحيفة من معلومات . وإذا كان لتلك الصحيفة أن تعرض لموضوعات سياسية ، خاصة تلك التى لها تأثير محتمل على النواحي الاقتصادية ونشاط سوق رأس المال بالتبعية ، فينبغى أن يضطلع بها كتاباً ومحللين على درجة عالية من النزاهة واستقلالية الرأى . أما أولئك الذين عرفوا عبر الزمن بأنهم المؤيدين للحكومة وسياستها على طول الخط أو المعارضين لها على طول الخط ، فلا مكان لهم فى تلك الصحيفة .

وهنا يثار سؤال فى محله وهو من أين تغطى الصحيفة احتياجاتها المالية فى ظل هذه القيود المتشددة ؟ يمكن أن يخصص لها نسبة من ايرادات سوق رأس المال ، كما يمكن أن يصدر تشريع يعطى الصحيفة الحق فى إعانة سنوية من الحكومة . وليس فى هذا ما ينقص من استقلاليتها . ودليلنا على ذلك الحق المقرر دستوريا لاحزاب المعارضة فى الحصول على دعم مالى من الحكومة لتمويل حملتها الانتخابية .

وبالطبع قد لا يقتصر الأمر على جريدة متخصصة ، فقد تدخل الصحف اليومية والمجلات الأسبوعية الميدان . إلا أنه من غير المتوقع أن تجذب أى من تلك الصحف أو المجلات اهتمام المستثمرين ، إلا إذا اتسم القائمين على شئونها بأمانة الكلمة . وهذا يقتضى بالتبعية أن يمنح القائمين على تحرير باب المال والأعمال استقلالاً كاملاً دون تدخل فى شئونهم . هذا الاشتراط بالطبع يعنى ضرورة أن يضطلع بالتحرير محللين مشهود لهم بالنزاهة واستقلالية الرأى ، بل والتحدى إذا لزم الأمر .

ترجع كل هذه التحفظات إلى كون قضية المعلومات وسلامتها من الغش والخداع ، هى من أخطر القضايا المرتبطة بأسواق رأس المال ، وذلك فى الوقت الذى ترتبط فيه سلامة تلك المعلومات بأخلاق القائمين على تزويدنا بها ، بل وبالأخلاق والقيم السائدة فى المجتمع بأسره . فالغش والخداع والصراع لاغتنام الفرص ولو على حساب الآخرين ، وعدم الأمانة وأى سمات أخرى مكروهة إذا سادت فى مجتمع ما ، لابد وأن تمتد آثارها إلى الصحافة والصحفيين . فاين نحن من ذلك ؟ لا أدرى ، ولكن تظل حقيقة أن مقالاً أو تحليلاً سياسياً مغرضاً ربما لا تكون له ذات الآثار الوخيمة على المجتمع ، مقارنة بمقال أو تحليل تمتد آثاره إلى أسعار الأوراق المالية المتداولة فى سوق رأس المال ، ولنا فى أزمة الكساد العظيم وفى أزمة سوق المناخ فى الكويت عبرة وأى عبرة .

٣ ــ مؤشرات أسعار السوق :

لا غنى لأى سوق عن مؤشرات لأسعار الأسهم المتداولة فيه . فإلى جانب أهمية تلك المؤشرات للمستثمر على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى الفصل السابع ، فإنها أداة أيضاً للتنبؤ بالحالة الاقتصادية ، أى أداه للإنذار المبكر كما سبقت الإشارة فى القسم الأول من الفصل التاسع عشر . ومن المتوقع أن تعنى الأسواق العربية بإصدار مؤشر للأسعار لكافة الأسهم المتداولة فيها (مؤشر شامل) وهذا أمر منطقى ومعمول به فى كافة أسواق رأس المال .

غير أن ما ينبغى الإشارة إليه هو أن المؤشر الشامل الذى يتضمن كافة الأسهم المتداولة فى السوق ، قد لا يكون أداة ملائمة للتنبؤ بالحالة

الاقتصادية ، خاصة فى أسواقنا العربية التى يكون فيه التسجيل لزامى ، بما قد يعنى أن عدداً كبيراً من المنشآت هو من النوع صغير الحجم أو تمارس نشاطاً ثانوياً . مثل هذه المنشآت عادة ما تكون أسعار أسهمها فى السوق مقياس غير دقيق للحالة الاقتصادية ، مثلها فى ذلك مثل بعض المنشآت التى يتضمنها مؤشر البورصة الأمريكية الذى أشير إليه فى الفصل السابع . بل ولعل دقة مؤشر بورصة نيويورك فى التنبؤ بالحالة الاقتصادية ، يرجع إلى الاشتراطات المتشددة للتسجيل فيها ، والتى من بينها تجنب تسجيل المنشآت الصغيرة أو ذات النشاط الثانوى .

يضاف إلى ذلك ملاحظة أخرى على المؤشر الشامل . ففى أسواقنا العربية يحتمل أن تسجل بها منشآت القطاع العام التى تملك فيها الحكومة وبعض المؤسسات التابعة لها (مثل هيئة التأمين والمعاشات ، ومؤسسة التأمينات الإجتماعية ...) الجانب الأكبر من أسهمها ، بينما تنحصر حصة الجمهور فى قدر محدود من تلك الأسهم . ولكن ما هو تأثير ذلك ؟ لو أن الحكومة تخص تلك المنشآت ببعض المزايا ، فإن أسعار أسهمها لن تعكس التوقعات المستقبلة بشأن مستوى أدائها ، بقدر ما تعكس الدعم المحتمل أن تحصل عليه من الحكومة . وعليه فإن احتواء مؤشر البورصة لعدد من تلك المنشآت — خاصة إذا كانت نسبتها كبيرة إلى إجمالى عدد المنشآت المسجلة — يعنى أن المؤشر لن يعكس بدقة حقيقة الأوضاع الاقتصادية المستقبلة .

هذا بالطبع لا يعنى رفض فكرة قيام البورصة ببناء مؤشر خاص بها ، ولكن يعنى ضرورة قيام مؤسسات مالية أو مراكز للبحوث ببناء مؤشرات على أساس عينات مختارة من الشركات المسجلة . وهنا يوجد بديلين : البديل الأول هو بناء المؤشر على غرار مؤشر دو جونز ، حيث يتضمن المؤشر عدد محدود من المنشآت التى تعد أكبر وأعرق المنشآت وأكثرها تأثيراً على النشاط الاقتصادى . أما البديل الثانى فهو تصميم المؤشر على أساس عينة أكبر تمثل فيها القطاعات المختلفة ، على غرار مؤشر ستاندرد آند بور . وفى جميع الحالات يقترح استبعاد منشآت القطاع العام التى تحظى بدعم خاص من الحكومة . أما إذا كانت مساهمة الحكومة فى تلك المنشآت لا يصحبها تمييز فى المعاملة ، حينئذ لا غبار على أن تشتمل عليها العينة .

٤ ــ التحليل الأساسى :

يقصد بالتحليل الأساسى تحليل الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت فى الظروف الاقتصادية ، أو ظروف الصناعة التى تنتمى إليها المنشأة ، أو ظروف المنشأة ذاتها . وكما كشفت محتويات الباب الرابع فإن هذا التحليل يتطلب كوادر مؤهلة للقيام به ، بما يعنى ضرورة تطوير البرامج الدراسية فى كليات التجارة لتنمية تلك المؤهلات .

كذلك فإن مراكز البحوث مطالبة بتقديم مساهماتها . ففى مجال البحوث الاقتصادية تحتاج الأسواق إلى أبحاث مستمرة بشأن تأثير السياسة المالية والسياسة النقدية ، كما تحتاج على الدوام إلى الوقوف على التغيرات الفعلية والمتوقعة فى معدلات التضخم والانتاج القومى ، والتغير فى حجم المعروض من النقود ، وما شابه ذلك . يضاف إلى ذلك ضرورة التعاون الحيوى بين الاقتصاديين والمتخصصين فى الادارة المالية ، وذلك بشأن التنبؤ بالحالة التى ستكون عليها أسواق رأس المال فى فترة مستقبلة ، وكذا فى شأن التقييم المستمر لمستوى أسعار الأسهم فى السوق ، وما إذا كانت أعلى أو أقل مما ينبغى أن تكون عليه .

كذلك يقع على مراكز البحوث الإدارية مسئولية لا تقل أهمية . ففى مجال التسويق تحتاج أسواق رأس المال إلى دراسات بشأن الصناعات المختلفة خاصة فيما يتعلق بطبيعة المنتج الذى تقدمه ، ودورة حياة الصناعة ، والمنافسة التى تتعرض لها من صناعات أخرى محلية كانت أم أجنبية ، والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة ، والتغير المحتمل فى الطلب على المنتج نتيجة لتغيرات اجتماعية أو تغيرات فى الأذواق أو لأى سبب آخر . كذلك تبدو الحاجة إلى التعاون بين المتخصصين فى مجال التسويق والإدارة المالية ، وذلك للمشاركة فى تصنيف الصناعات المحلية ، والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة .

يضاف إلى ذلك جهود مطلوبة من المتخصصين فى التحليل المالى لخدمة أغراض الجهات المعنية بنشر تحليلات مستمرة عن أوضاع المنشآت . ومن بين مجالات ذلك التحليل تحليل القوائم المالية التاريخية من وجهة نظر المستثمرين .

ولا يقتصر التحليل فى هذا الصدد على قائمة الموارد والاستخدامات ، والمجموعات الخمس الشهيرة للنسب المالية (نسب السيولة والربحية والنشاط والاقتراض والتغطية) . إذ هناك كذلك نسب يحتاجها المستثمر وهى نسب السوق ، إضافة إلى نسب أخرى مثل نسبة المعدل الفعلى للضريبة ونسبة التوزيعات ، ومعدل ربحية السهم . كما ينبغى أن تمتد تلك الجهود إلى تحليل مخاطر النشاط والمخاطر المالية ، إضافة إلى مخاطر الإفلاس .

وقد يكون من الملائم فى هذا الصدد أن نشير إلى نقطتين هامتين : النقطة الأولى هى أن مردود تحليل القوائم المالية التاريخية محدود . ذلك أن الهدف منه لا يخرج عن كونه أداة لإعطاء المستثمر فكرة تفصيلية عن المنشأة المعنية . أما القرار الاستثمارى فلا يعتمد على نتائج ذلك التحليل ، طالما أن سعر السهم فى أى لحظة لابد وأن يعكس بالفعل المعلومات التاريخية التى تتضمنها القوائم المالية ، وذلك وفقاً لصيغة العرض الضعيف لكفاءة السوق الذى سبقت الإشارة إليها فى الفصل الرابع عشر . أما النقطة الثانية فهى أن التحليل التاريخى للقوائم المالية ينبغى أن يكشف عن مدى التأثير على ربحية المنشأة ، الذى يحدثه التضخم واستئجار الأصول والملكية فى رأس مال شركات أخرى ... وغيرها من المتغيرات التى سبقت الإشارة إليها فى الفصل العاشر .

هذا ولا يقتصر دور المتخصص فى التحليل المالى على تحليل القوائم التاريخية ، خاصة إذا كان سيعمل فى خدمة بيت من بيوت السمسرة . إذ ينبغى أن يكون قادراً على تحليل الربحية المستقبلة للسهم ، وتحديد قيمته الحقيقية التى هى جوهر القرار الاستثمارى . إضافة إلى فهمه لأساسيات تشكيل محفظة الأوراق المالية ، حتى يمكن له مساعدة المستثمر فى بناء المحفظة التى تحقق الأهداف التى ينشدها .

هذا وقد يكون من الملائم أن نختتم قضية المعلومات وتحليلها بالإشارة إلى أن عدم توفر المعلومات ، أو عدم توفر الكوادر القادرة على تحليلها بالشكل الذى يمكن أن يستفيد منه المستثمر ، يحول سوق رأس المال إلى سوق للمضاربة ، ولكن أى مضاربة ؟ المضاربة الحقيقية تتطلب معلومات كما تتطلب توافر كوادر قادرة على التحليل ، أما المضاربة فى سوق بلا معلومات فهى مضاربة

غوغائية على النحو الذى سبقت الإشارة إليه فى القسم الأول من الفصل التاسع عشر . مثل هذه المضاربة لا تؤدى فقط إلى فشل السوق فى تحقيق هدف التخصيص الكفء للموارد ، بل تعد معول هدم للاقتصاد القومى .

الخلاصـــــة :

يتطلب إنشاء أسواق رأس المال دراسات واسعة وفى اتجاهات متعددة بهدف وضع أنظمة وآليات لعمل السوق بما يتناسب مع الظروف المحلية . ومن حسن الطالع أن هناك دائماً بدائل ، كما يمكن تنمية بدائل جديدة بشأن تلك الأنظمة والآليات . ففى شأن مؤسسات الإصدار يمكن أن نفاضل بين قيام البنوك التجارية بالمهمة وبين إلقاء المسئولية على بنوك استثمار متخصصة . وبالنسبة لتسجيل الأوراق المالية هناك التسجيل المتكرر وهناك التسجيل على الرف ، ويمكن أن يسمح بالبديلين ويترك للمنشأة أن تختار ما يناسبها . أما فى شأن تسجيل المنشأة فى البورصة فهناك التسجيل الإلزامى والتسجيل الإختيارى الذى يميل إليه المؤلف . وبالنسبة لكيفية سداد قيمة الصفقات فيقترح الأخذ بنظام التمويل النقدى الجزئى فى ظل هامش مرتفع ، والأخذ أيضاً بنظام البيع على المكشوف بشرط أن يكون لدى البائع ذات الأسهم محل الصفقة . وفى شأن تكلفة المعلومات ، ينبغى أن تضع الجهة المسئولة فى اعتبارها تخفيض تلك التكاليف إلى أدنى حد ممكن ، نظراً لتأثيرها على كفاءة السوق وبالتالى على قدرته على تحقيق أهدافه .

ولا تمثل السوق المنظمة (البورصة) البديل الوحيد لأسواق رأس المال ، فهناك كذلك الأسواق غير المنظمة التى قد تناسب بعض الدول العربية . أما المفاضلة بين السوق المحلية والسوق الدولية فقد تكون فى صالح السوق الدولية التى يسمح فيها للأجانب بإبرام الصفقات . وفى جميع الأحوال ينبغى أن تتوافر للسوق مقومات النجاح ، وفى مقدمتها وضع ضوابط للتعامل ، والسعى لتحقيق سيادة القانون على الجميع دون تمييز ، إضافة إلى وضع التشريعات الملائمة وتنمية الكوادر المطلوبة فى تحليل المعلومات .

وفى شأن ضبط حركة الأسعار قد يكون من المناسب الاعتماد على المنافسة

بين صناع السوق ، وفى حالة الخلل الشديد يميل المؤلف إلى الأخذ بآلية إيقاف التعامل مع الالزام باستراتيجية الشمس المشرقة . كذلك قد يكون من الملائم لأسواقنا العربية الأخذ بنظام المزاد المتعدد ، خاصة إذا لم يؤخذ بنظام المتخصصين . وفى شأن المعلومات يقترح المؤلف تأسيس صحيفة متخصصة غير تابعة للحكومة ، ولا أن يشترك فى تأسيسها أفراد لهم ملكية فى أى وسيلة أخرى من وسائل الإعلام ، وأن يتوخى الدقة فى اختيار محرريها ، على أن لا يسمح لها بالمرة بقبول إعلانات . وبالطبع ينبغى أن تتعدد مصادر المعلومات التى يمكن أن يعتمد عليها المستثمر . وفى شأن مؤشرات السوق قد يكون من الملائم وجود أكثر من مؤشر ، مع ملاحظة أن تضمين منشآت القطاع العام التى تحظى بعاملة خاصة من قبل الحكومة فى تلك المؤشرات ، من شأنه أن يضعف من قيمة المؤشر .

وأخيراً نختتم فصول هذا الكتاب بالتركيز على أهمية المعلومات وأهمية توافر الكوادر القادرة على تحليلها . فسوق رأس المال التى لا توفر للمستثمر معلومات تساعد على اتخاذ القرار ، تعد فى حقيقة أمرها سوق للمضاربة الغوغائية ، التى من شأنها أن تعصف بالاقتصاد القومى .

تم بحمد الله ،،،

قاموس لشرح المصطلحات Glossary

أعد هذا القاموس خصيصاً لمساعدة القارىء الذى يفضل قراءة فصولاً مختارة من هذا الكتاب . فمثل هذا القارىء يحتمل أن يواجه بمصطلحات عرضت تفصيلاً فى فصول أخرى . وحتى نجنبه مشقة البحث والتنقيب عن مكان تلك المصطلحات فقد آثرنا أن نذيل هذا الكتاب بأهم المصطلحات التى يحتمل تكرارها فى أكثر من فصل . وإذا لم يجد القارىء غايته فى هذا القاموس فيمكن أن يرجع إلى قائمة المحتويات فى مقدمة الكتاب ، فقد يكون المصطلح الذى يبحث عنه قد تمت تغطيته فى قسم أو جزء من قسم . هذا وسوف تُعْرَضْ المصطلحات وفقاً لترتيبها الأبجدى ، مع الإشارة إلى الفصل الذى توجد فيه .

اتساع السوق Breadth Market : يقصد به السوق الذى يرد إليه عدد كبير من أوامر الشراء والبيع ، بشكل يحقق الاستقرار لأسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ــ الفصل الخامس عشر .

اختيار البيع Put Option : هو اتفاق يعطى الحق للمستثمر فى بيع عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات إلى طرف آخر ، بسعر متفق عليه مقدماً ، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق فى تاريخ معين (الاختيار الأوربى) أو خلال فترة معينة (الاختيار الأمريكى) ــ الفصل الثانى .

اختيار الشراء Call Option : هو اتفاق يعطى الحق للمستثمر فى شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات إلى طرف آخر ، بسعر متفق عليه مقدماً ، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق فى تاريخ معين أو خلال فترة معينة ــ الفصل الثانى .

اشتقاق الأسهم Stock Split : هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة فى حقوق الملكية ، وهو ما ينجم عنه انخفاض فى قيمة السهم ــ الفصل الأول .

الاتحاد الوطنى لتجار الأوراق المالية National Association of Security Dealers (NASD) : هو اتحاد يشرف على السوق غير المنظمة فى الولايات المتحدة ، فهو الذى يضع شروط عضوية السوق ، كما يتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها فى المعاملات ـــ الفصل الثالث .

الحركة العشوائية Random Walk للأسعار : تعنى أن التغير فى السعر من يوم إلى آخر لا يسير فى نمط معين ممكن تتبعه ـــ الفصل الرابع عشر .

السوق الثالث The Third Market : هو قطاع من السوق غير المنظم الذى يتكون من بيوت سمسرة من غير الأعضاء فى الأسواق المنظمة ، وإن كان لها الحق فى التعامل فى الأوراق المسجلة فى تلك الأسواق ـــ الفصل الثالث .

السوق الرابع The Fourth Market : هو قطاع من السوق غير المنظم يتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء ، الذين يتعاملون فيما بينهم فى شراء وبيع أوراق مالية فى طلبيات كبيرة ـــ الفصل الثالث .

الورقة المالية Security : هى صك يعطى لحامله الحق فى الحصول على جزء من عائد أو من أصول منشأة ما ، أو الحقين معاً ، ومن أمثلتها الأسهم والسندات وأذونات الخزانة ـــ الفصل الأول .

أمر السوق Market Order : هو أمر يطلب بمقتضاه العميل من السمسار تنفيذ الصفقة المطلوبة على وجه السرعة ، وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل ـــ الفصل الرابع .

أمر محدد Limit Order : هو أمر لتنفيذ صفقة معينة بالسعر الذى يحدده العميل أو بسعر أفضل منه ـــ الفصل الرابع .

أوراق مالية مُخَلَّقَةْ Securitization : أوراق مالية قابلة للتداول فى أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة ، وكانت تلك الأوراق فى الأصل استثمارات غير سائلة ـــ الفصل الأول .

إيقاف التعامل Trading Halt : ويقصد به تأجيل التعامل على ورقة مالية أو أكثر لبعض الوقت ، وذلك فى محاولة لإزالة الخلل فى التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء ـــ الفصل الثامن عشر .

بنك أو بنكير الاستثمار Investment Bank or Banker أو المتعهد Underwriter : ويقصد به إحدى بيوت السمسرة الكبيرة التى تمارس مهام إصدار الأوراق المالية ــ الفصل الثالث .

تاجر الصالة Floor Trader أو التاجر المسجل Register Trader : هو عضو فى البورصة المنظمة يعمل لحسابه الخاص ، أى لا ينفذ عمليات لحساب الجمهور أو لحساب السماسرة ــ الفصل الثالث .

تاجر الطلبية الصغيرة ODD - Lot Dealer : هو التاجر الذى يشترى الأوراق المالية فى طلبيات كبيرة ، ثم يبيع لمن يريد أن يشترى بكميات تقل عن ١٠٠ سهم ــ الفصل الثالث .

تاجر الطلبية الكبيرة Block Trader : هو تاجر يتعامل فى الصفقات الضخمة ــ الفصل الثالث .

تأمين المحفظة Portfolio Insurance : هو أسلوب للمتاجرة يستهدف حماية المحفظة ضد التعرض لمخاطر انخفاض قيمتها السوقية ــ الفصل الثامن عشر .

تحليل أساسي Fundamental Analysis : هو ذلك النوع من التحليل الذى ينصرف إلى ظروف المنشأة ، إضافة إلى ظروف الصناعة التابعة لها والظروف الاقتصادية ــ الفصل الثامن .

تحليل فني Technical Analysis : هو التحليل الذى يعنى بدراسة السجل الماضى للتغير فى السعر الذى يباع به السهم ــ الفصل الثانى عشر .

تداول أو طرح خاص Private Placement : يقصد به بيع المنشأة لإصداراتها من الأوراق المالية إلى عدد قليل من المستثمرين ، غالباً ما يكونوا معروفين للمؤسسين ــ الفصل الثالث .

تداول أو طرح عام Public Placement : ويقصد به طرح إصدارات المنشأة للجمهور ــ الفصل الثالث .

تكلفة المعاملات Transaction Cost : هى التكاليف التى يتكبدها المستثمر فى تنفيذ أوامر البيع والشراء ــ الفصل الرابع .

تمويل نقدى جزئى (هامشى) Margin Buying : يقصد به ــ فى السوق الحاضرة ــ سداد جزء من قيمة الصفقة نقداً ، على أن يسدد الباقى بضمان الأوراق المالية محل الصفقة ــ الفصل الرابع .

تنويع المحفظة Diversified Portfolio : يقصد به تشكيل المحفظة من أكثر من ورقة مالية واحدة ــ الفصل الثالث عشر .

توزيعات فى شكل أسهم Stock Dividends : هى استراتيجية تقضى بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات أو جزء منها ، فى صورة أسهم عادية ــ الفصل الأول .

دُت (Designated Order Turnaround (DOT : هو نظام آلى باستخدام الحاسوب ، يسمح لبيت السمسرة إبلاغ أوامر السوق إلى المتخصصين . وقد زادت طاقة ذلك النظام ومن ثم فقد أطلق عليه سوبر دت Supe Dot ــ الفصل السادس عشر .

سرعة استجابة السوق Resiliency : ويقصد بها مدى سرعة معالجة الخلل بين العرض والطلب لورقة مالية ما ، من خلال تغير طفيف فى الأسعار ــ الفصل الخامس عشر .

سمسار خصم Discount Broker : هو سمسار يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه ، وذلك فى مقابل حصوله على عمولة صغيرة ــ الفصل الثالث .

سمسار صالة Floor Broker أو سمسار السماسرة Broker's Brokers : هو سمسار لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه ، بل يقدم خدمة السمسرة لمن يطلبها ــ الفصل الثالث .

سمسار وكيل Commission Broker : هو عضو فى البورصة يعمل وكيلاً لأحد بيوت السمسرة ، أو يعمل تاجراً لحسابه الخاص ــ الفصل الثالث .

سند Bond : هو صك مديونية يعطى لحامله الحق فى فوائد دورية ، إضافة إلى حقه فى استرداد قيمة الدين فى تاريخ محدد ــ الفصل الأول .

سهم دفاعى Defensive Stock : هو سهم لا يتوقع أن ينخفض عائده فى

فترات الكساد ، بل وقد يحقق عائداً يفوق معدل السوق ــ الفصل الحادى عشر .

سهم عادى Common Stock : هو صك ملكية يعطى لحامله الحق فى الحصول على توزيعات إذا ما حققت المنشأة أرباح ، وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها ، غير أنه ليس من حق حامل السهم مطالبة المنشأة باسترداد قيمته طالما أنها لازالت تمارس النشاط ــ الفصل الأول .

سهم ممتاز Preferred Stock : هو صك يحمله صفات الملكية كما يحمل صفات المديونية ، فهو يشبه السهم العادى فى بعض النواحى كما يشبه السند فى نواحى أخرى ــ الفصل الأول .

سوق العقود المستقبلة Future Market : هو سوق تبرم فيه عقود تُنَفَذْ فى المستقبل ، لورقة مالية معينة أو تشكيلة من الأوراق . وفى تاريخ التنفيذ لا يتم تسليم للأوراق محل التعاقد ــ الفصل الثامن عشر .

سوق العقود المستقبلة Future Market : هو سوق تبرم فيه عقود تُنَفَذْ فى المستقبل ، لورقة مالية معينة أو تشكيلة من الأوراق . وفى تاريخ التنفيذ لا يتم تسليم للأوراق محل التعاقد ــ الفصل الثامن عشر .

سوق المال Financial Market : يقصد به سوق رأس المال إلى جانب سوق النقد ــ الفصل الأول .

سوق رأس المال Capital Market : هو السوق الذى تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل ــ الفصل الأول .

سوق النقد Money Market : هو السوق الذى تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل ــ الفصل الثانى .

سوق أول (أولى) Primary Market : هو السوق الذى تخلقه مؤسسة متخصصة ، تعرض فيه للجمهور لأول مرة ، أوراقاً مالية تم إصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية ــ الفصل الثالث .

سوق ثانى (ثانوى) Secondary Market : ويقصد به السوق الذى تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها ، أى بعد أن ينتهى البنك المختص من توزيعها ـــ الفصل الثالث .

سوق حاضر Spot Market : هو سوق يتم فيه تسليم وتسلم الورقة المالية محل الصفقة فى ذات اليوم أو خلال أيام معدودة ـــ الفصل الأول .

سوق غير منظم Unorganized Market : هو سوق لا يوجد له مكان محدد لتنفيذ الصفقات ، فالصفقة تنفذ من خلال الاتصال بين السماسرة كل فى مقره ـــ الفصل الثالث .

سوق كفء Efficient Market : هو السوق الذى يعكس فيه سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة عن المنشأة المصدرة لها ـــ الفصل الرابع عشر .

سوق منظم Organized Market : هو سوق له مكان محدد تبرم فيه الصفقات ، وعادة ما يطلق عليه بالبورصة ـــ الفصل الثالث .

سيولة Liquidity الورقة المالية : يقصد بها سهولة تصريف الورقة دون أن يترتب على ذلك تغيير كبير فى سعرها ، وذلك مقارنة بالسعر الذى أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة ـــ الفصل الحادى عشر .

صانع السوق Market Maker : هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسرة أو أى طرف آخر لديه الاستعداد فى أى وقت لبيع أو شراء ورقة مالية ـــ الفصل الثالث .

صك الشراء لأسهم المنشأة Warrant : هو صك يعطى لحامله الحق فى شراء عدد معين من أسهم المنشأة خلال فترة معينة وبسعر متفق عليه مقدماً ـــ الفصل الثانى .

الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق The Week Form Efficient Market Hypothesis : يقضى هذا الفرض بأن المعلومات التى تعكسها أسعار الأسهم فى السوق ، هى المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم ، وعلى حجم التعاملات التى جرت عليه فى الماضى ـــ الفصل الرابع عشر .

الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق The Strong Form Efficient Market Hypothesis : ويقضى هذا الفرض بأن المعلومات التى يعكسها سعر السهم فى السوق هى جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة ــ الفصل الرابع عشر .

الصيغة متوسطة القوة لفرض كفاءة السوق The Semi-Strong Form Effecient Market Hypothesis : ويقضى هذا الفرض بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة فى أسعار تلك الأسهم ، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور ، أو التوقعات التى تقوم على تلك المعلومات ــ الفصل الرابع عشر .

فريق الضوضاء (تجارة الضوضاء) Noise Traders : هم مجموعة تتعامل بيعاً وشراءً فى الأوراق المالية ليس على أساس من المعلومات ، ولكن على أساس من أحاسيس شخصية وإشاعات ووجهات نظر غير خبيرة ــ الفصل السادس عشر .

لجنة الأوراق المالية والبورصة Security & Exchange Commission (SEC) : هى اللجنة المنوط بها تسجيل الأوراق المالية والبورصات ، إضافة إلى التأكد من أن تصرفات كافة الأطراف لا تنطوى على مخالفات قانونية ــ الفصل الخامس .

متاجرة الحزمة (متاجرة البرنامج) Program Trading : هو أسلوب للمتاجرة تتضمن فيه الصفقة تشكيلة من أوراق مالية وليس ورقة مالية واحدة ــ الفصل الثامن عشر .

متخصص Specialist : هو عضو فى السوق المنظمة ، يبدى استعداده الدائم لشراء أو بيع الورقة المالية التى يتخصص فى التعامل فيها ــ الفصل الثالث .

محفظة الأوراق المالية Security Portfolio : هى تشكيلة الأوراق المالية التى يمتلكها المستثمر ــ الفصل الثالث عشر .

مراجحة Arbitrage : هى شراء الورقة من سوق ما وبيعها فى سوق آخر ، للاستفادة من فروق الأسعار بين السوقين ــ الفصل الثامن عشر .

مزاد Auction : يقصد بالمزاد مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع التى ترد إلى السوق ــ الفصل الثامن عشر .

نازداك National Association of Security Dealers Automated Quotation (NASDAQ) : هى شبكة من أطراف الحاسوب تُظْهِرْ لحظة بلحظة أسعار بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة فى السوق غير المنظمة ــ الفصل الثالث .

هامش بين سعر الشراء وسعر البيع Bid-Ask Spread : هو الربح الذى يحققه صانع السوق ، والذى يتمثل فى الفرق بين السعر الذى اشترى به الورقة والسعر الذى باعها به ــ الفصل الثالث .

هامش مبدئى Initial Margin : هو النسبة التى يدفعها المستثمر فى صفقة الشراء النقدى الجزئى فى السوق الحاضرة ــ الفصل الرابع .

هامش وقاية (صيانة) Maintenance Margin : هو الحد الأدنى الذى لا ينبغي أن ينخفض دونه القيمة التى يدفعها المستثمر فى صفقة الشراء النقدى الجزئى ــ الفصل الرابع .

فهرس Index بأهم المصطلحات التى تضمنها الكتاب

تستهدف هذه القائمة مساعدة القارىء الذى يرغب فى مزيد من المعرفة عن أسواق رأس المال ، من خلال الاطلاع على الكتب الأجنبية المتخصصة فى الموضوع . هذا ولن يذكر هنا المعنى باللغة العربية ، إذ سيكتفى المؤلف بالإشارة إلى الصفحة التى يوجد بها المصطلح ، بما يسهل للقارىء الوصول إليه وقراءة المزيد عنه .

قائمة المراجع

أولا : المراجع العربية :

ابو إسماعيل ، فؤاد . إدارة التسويق : المفاهيم ، التطبيق ، التطوير ، القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٩١ .

ابو زيد ، حسن محمد . دراسات فى المحاسبة الإدارية : تحليل القوائم المالية الموحدة . القاهرة : دار الثقافة العربية ، ١٩٨٠ .

هندى ، منير صالح . ادارة البنوك التجارية : مدخل اتخاذ القرارات . الاسكندرية : المكتب العربى الحديث ، ١٩٩٢ .

ـــــ . اسلوب مقترح لتقييم الإقتراحات الإستثمارية فى فترات التضخم . التعاون الصناعى فى الخليج العربى ، المجلد الحادى عشر ، ١٩٩١ ، ٢٢ــ٥٥ .

ـــــ . التنبؤ بالإفلاس الفنى للشركات الصناعية التابعة للقطاع العام فى مصر . المجلة العلمية : كلية الإدارة والأقتصاد ــ جامعة قطر ، المجلد الثانى ، ١٩٩١ ، ٥٩ــ١٢٥ .

ـــــ . الإدارة المالية : مدخل تحليل معاصر (الطبعة الثانية) . الاسكندرية : المكتب العربى الحديث ، ١٩٩١ .

ـــــ . تأثير الوفورات الضريبية ، وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الإفتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة : نموذج مقترح . المجلة العلمية : كلية الإدارة والأقتصاد ــ جامعة قطر ، المجلد الأول ، ١٩٩٠ ، ١ــ٥٥ .

ـــــ . تقييم لصلاحية معدل العائد على الاستثمار لقياس الفاعلية . مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية . جامعة الاسكندرية ، ١٩٨٥ .

ـــــ . عبد الغفار حنفى ، نظام مقترح للتحليل المالى فى ظل النظام المحاسبى الموحد . مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ــ جامعة الاسكندرية ، ١٩٩٠ ، ٣٧٣ــ٤٢٠ .

ثانيا : المراجع الأجنبية :

Aharony, J., and Swary, J. Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stock Holders' Return: An Empirical Analysis. **Journal of Finance**, 35 (March 1980), 1-2.

Ajinkya, B., Ariase, R. and Gift M. Volume of Trading and the Dispersion in Financial Analyst's Earnings Forecasts. **The Accounting Review**, 66 (Apr, 1, 1991), 389-401.

Allen, F., and Faulhaber, G. Singling Underpricing in the IPO Market. **Journal of Financial Economics**, 23 (1989), 303-323.

Altman, E. Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy. **Journal of Finance**, 23 (Sep. 1968), 589-609.

Ambachtsheer, K. Can Selectivity Pay in an Efficient Market ? In Peter L. Bernstein (ed.), **Portfolio Management and Efficient Market**. N.Y.: Institutional Investor, 1977, 90-99.

Amihud, Y., and Mendelson, H. Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications. **Financial Management**, 17 (Spring 1988), 5-15.

__________., Liquidity Stock Return. **Financial Analysts Journal**, 42 (May/June 1986), 43-48.

Aragon, G. **Financial Management**. Boston: Allyn and Bacon, 1989.

Archibald, T. Stock Market Reaction to Depreciation Switch-Back. **Accounting Review**, 47 (Jan. 1972), 22-30.

Bakert, K., and Gallagher, P. Management view of Stock Splits. **Financial Management**, 9 (Summer 1980), 73-77.

Baker, H., Gallagher, P., and Morgan, K. Management's view of Stock Repurchase Programs. **Journal of Financial Research**, 4 (Fall،1981), 233-247.

Bain, J. **Industrial Organization**, N.Y.: John Wiley, 1988.

Ball, R., and Brown, B. An Empirical Evaluation of Accounting Income

Numbers. **Journal of Accounting Research**, 6 (Autunm 1968), 159-178.

Banz, R. The Relationship Between Return & Market Values of Common Stock. **Journal of Financial Economics, 9 (1981), 3-18.**

Barry, C., Muscarella, C., and Vetsuypens, M. Underwriter warrants, Underwriter Compansation, and the Cost of Going Public, **Journal of Financial Economics**, 29 (Mar. 1991), 113-135.

Barth, J., and Bradley, M. Interest Rates, Inflationary Expectations and Tax Rates. **Journal of Banking and Finance**, 12 (June 1988), 215-220.

Bartov, E. Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings & Risk Changes. **Journal of Accounting & Economics**, 14 (Sept. 1991), 275-294.

Basu, S. Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratio. **Journal of Finance**, 36 (March 1981), 3-18.

Bates, D. The Crash of' 87: Was It Expected ? The Evidence from Options Markets. **Journal of Finance**, 46 (Suly 1991), 1009-1044.

Beatty, R., and Ritter, J. Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings. **Journal of Financial Economics**, 15 (March 1986), 213-232.

Benveniste, L., and Spindt, P. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. **Journal of Financial Economics**, 24 (1989), 343-362.

Bernstein, P. A Simple Story. **Financial Analysis Journal**, 43 (Nov.-Dec. 1987), 11-12.

__________., Liquidity, Stock Markets, and Market Makers. **Financial Management**, 16 (Summar 1987), 54-62.

Bhagat, S., Marr, N., and Thompson, G. The Rule 415 Experiment: Equi-ty Market. **Journal of Finance**, 40 (Dec, 1985), 1385-1401.

Bialkin, K., and Grant, W. **Securities Underwriting: A Practitioner's Guide**. N.Y.: Practicing Law Institute, 1985.

Black, F. Noise. **Journal of Finance**, 41 (July 1986), 529-543.

Block, S., & Hirt, G. **Foundation of Financial Management.** Ill.: Irwin-Dorsey, 1978.

__________., and Stanley, M. The Financial Characteristics and Price Move ment Patterns of Companies Approaching the Unseasoned Securities Market in the Late 1970's. **Financial Management,** 9 (Winter 1980), 30-67.

Bloomenthal, H., Harvey, C., and Wing, S. 1986 **Going Public Handbook.** N.Y.: Clark Boardman, 1986.

Blume, M. On the Assessment of Risk. **Journal of Finance.** 26 (Mar. 1971), 1-10.

Blumash, S., and Trivoli, G. Time-Lagged Interactions between Stock Prices & Selected Economic Variubles; **Journal of Portfolio Management,** 17 (Summer 1991), 61-67.

Bodie, Z. Common Stocks as a Hedging Against Inflation. **Journal of Finance,** 31 (May 1976), 459-470.

Bondt, W., and Thaler, R. Stock Market Volatility: Do Security Analysis Overreact ? **American Economic Review,** 80 (May 1990), 52-57.

Booth, J. and Smith, R. Capital Raising, Underwriting, and the Certification Hypothesis. **Journal of Financial Economics,** 15 (Jan./Feb. 1986), 261-281.

Born, J. Insidership Signals: Evidence from Divident Initiation Announcement Effects. **Financial Management,** 17 (Spring 1988), 38-54.

Bradford, W., The Issue Decision of Manager Owners under Information Asyminetry. **Journal of Finance,** 42 (Dec. 1987), 1245-1260.

Branson, W., **Macroeconomic Theory & Policy** (2nd ed.) N.Y.: Harper and Row, 1979.

Brown, K., and Harlow, W.: Market Overreaction: magnitude and Intensity. **Journal of Portfolio Management,** 14 (1988), 6-13.

__________., and Tinis., Risk Aversion, Uncertain Intorention, and Market Efficiency. **Journal of Financial Economics,** 22 (1988), 355-385.

Brealey, R., **An Introduction to Risk & Return from Common Stocks.** Mass: MIT Press, 1969.

__________., And Myers, S. **Principles of Corporate Finance** (3rd ed.) N.Y.: McGraw-Hill, 1988.

Brigham, E., **Fundamentals of Financial Management** (5th ed.) Ill.: Dryden Press, 1989.

__________., and Gapenski, L. **Intermediate Financial Management.** Ill.: The Dryden Press, 1987.

__________., Papps, J., Rates of Return on Common Stock. **Journal of Business,** 42 (Suly 1969), 302-316.

Burno, A., Leidecker, J., and Harder, J.: Why Firms Fail. **Business Horizons** (Mar.-Apr. 1987), 49-57.

Business Week. **Do Mergers Really Work,** (June 3, 1985).

Carcia, C., and Gould, F., An Empirical Study of Portfolio Insurence. **Financial Analysis Journal,** 43 (July-Aug. 1987), 44-54.

Carrington., and Crouch, R., Interest Rate Differentials and Short Term Securities and Rational Expectations of Inflation. **Journal of Banking & Finance,** 11 (Dec. 1987), 571-579.

Chandler, L. The Monetary- **Financial System.** N.Y.: Harper & Row, 1979.

Chang, E., and Pinerar, J. Seasonal Fluctuations in Industrial Production & Stock Market Seasonals. **Journal of Financial & Quantitative Analysis.** 24 (Marc 1989), 59-74.

Chan, K., and Chen, N. An Unconditional Asset Pricing Test and the Role of Firm Size As An Instrumental Variable for Risk. **Journal of Finance,** 43, (1988).

Charest, G. Dividend Information, Stock Return, and Market Efficiency. **Journal of Financial Economics,** 6 (June-Spet. 1978), 297-330.

Cheney, H. The value of Industry Forecasting as an Aid to Portfolio Management. **Appalachian Financial Review,** 1 (Spring 1970), 331-339.

Chen, A., and Kensinger, J. Innovation in Corporate Financing: Tax-Deductible Equity. **Financial Management,** 14 (Winter 1985), 44-51.

__________., Puttable Stock: A new Innovation in Equity Financing. **Financial Management,** 17 (Spring 1988), 27-37.

Chen, N., Roll, R., and Ross, S. Economic Forces & the Stock Market. **Journal of Business,** 59 (July 1986), 383-403.

Cho, D., and Frees, E. Estimating the Volitality of Discrete Stock Prices. **Journal of Finance,** 43 (June 1988), 451-466.

Choi, J., Salandro, D. and Shastri, K. On the Estimation of Bid-Ask Spreads: Theory & Evidence. **Journal of Financial & Quantitative** Analysis, 23 (June 1988), 219-230.

Christy, G., and Roden, R. **Finance Environment and Decisions.** N.Y.: Harper & Row, 1973.

Clarke, P., & Arrnot, R. The Cost of Portfolio Insurance. Tradeoffs and Choices. **Financial Analysis Journal,** 43 (Nov.-Dec. 1987), 35-47.

Conrad, A., Knauss, R., and Siegel, S. **Interprise organization.** N.Y.: The Foundation Press, Inc., 1977.

Cooper, R. Efficient Capital Markets and the Quantity Theory of Money. **Journal of Finance,** 29 (June 1974), 887-908.

Cooper, K., Groth, C., and Avers, W. **Liquidity, Exchange Listing, and Common Stock Performance.** Working Paper, Texas A & M University, 1983.

Copeland, T., and Galia, D. Information Effects on the Bid/Ask Spread. **Journal of Finance,** 38 (Dec. 1983), 1457-1469.

Cowles, A., and Jones, H. Some Posteriori Probabilities in Stock Market Action. **Econometrica,** 5 (July 1937), 280-294.

Cuillity, J. Signals of Cyclical Movements in Inflation and Interest Rates. **Financial Analyst Journal,** 43 (Sept.-Oct. 1987), 40-49.

Cumby, R., and Glen, J. Evaluating Performance of International Mutual Funds: **Journal of Finance,** 45 (June 1990), 497-521.

Dann, J. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. **Journal of Financial Economics,** 9 (June 1981), 113-138.

Dann, L., Masulis, R., and Myers, D. Repurchase Tender Offers and Earnings Information. **Journal of Accounting & Economics,** 14 (Sept. 1991), 517-521.

DeAngelo, H., and DeAngelo, L., and Rice, E. Going Private; Minority Freez-outs and Stockholder. Wenlth. **Journal of Law & Economics,** 27 (1984a), 367-386.

__________., Going Private: The Effects of a change in Corporate Ownership Structure. **Midland Corporate Finance Journal,** 2 (1984b), 35-43.

De Bondt, W. What Do Economists Know about the Stock Market. **Journal of Portfolio Management,** 17 (Winter 1991), 84-91.

De Bondt, W., and Thaler, R. Does the Stock Market Overreact? **Journal of Finance, 40 (July 1985), 793-805.**

__________., Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. **Journal of Finance,** 42 (July 1987), 557-581.

__________., Do Security Analysts Overreact? **American Economic Review,** 80 (May 1990), 52-57.

De Long, J. Sweifer, A. Summers, L. and Waldmann, R.: The Survival of Noise Traders in Financial Market. **Journal of Business,** 64 (Jan. 1991), 1-19.

Demsetz, H.: Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return. **American Economic Review,** 76 (May 1986), 313-316.

__________., The Cost of Transaction. **Quarterly Journal of Economics,** 82 (Feb. 1968), 35-53.

Denis, D. Shelf Registration and the Market for Seasoned Equity Offering. **Journal of Business,** 64 (April 1991), 189-212.

Dhaliwal, D. Exchange-Listing Effect on a Firm's Cost of Equity Capital. **Journal of Business Research,** 11 (1983), 139-151.

Dhillon, U., and Johnson, H. Change in the S & P's 500 List. **Journal of Business**, 64 (Jan. 1991), 75-85.

Dielman, T. Nantell, T. and Wright, R.: Price Effects of Stock Repurchasing: A Random Coefficient Regression Approach. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 15 (March 1980), 175-189.

__________., and Oppenheimer, H. An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 19 (June 1984), 197-216.

Dierkens, N. Information Asymmetry & Equity issues. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, 426 (June 1991), 181-199.

Dimos, E. Risk Measurement when Shartes are Subject to Infrequent Trading. **Journal of Financial Economics**, 7 (June 1979), 197-226.

__________., and March. An Analysis of Broker's and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns. **Journal of Finance**, 39 (1984), 1257-1292.

Eades, K. Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 17 (Nov. 1982), 471-500.

Edward, R., and Magee, J. **Technical Analysis of Stock Trends.** Mass.: John Magee, 1958.

Elton, E., and Gruber, M. Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution. **Journal of Business**, 50 (Oct. 1977), 415-437.

Evans, J., and Archer, S. Diversification and the Reduction of Dispersion. **Journal of Finance**, 23 (Dec. 1968), 761-767.

Estep. T. Security Analysis & Stock Selection: Turning Financial Information Into Return Forecasts. **Financial Analysts Journal**, 43 (July-Aug. 1987), 34-43.

Ettredge, M., and Fuller, R. The Negative Earning Effect. **Journal of Portfolio Management**, 18 (Spring 1991), 27-33.

Fabozzi, F., and Francis, J. Industry Effects and the Determinants of Risk. **The Quarterly Review of Economics & Business**, 19 (Autumn 1979), 61-74.

Fama, E. Perspectives on October 1987, or, What did We Learn from the Crash? In R. Kamphuis, R. Kormendi and J. Welson (eds.) **Black Monday and the Future of the Financial Markets.** Ill.: Dow Jones-Irwin, 1989, 71-82.

__________., Short-Term Interest Rutes as Predictors of Inflation. **American Economic Review**, 65 (June 1975), 269-282.

__________., Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. **Journal of Finance,** 45 (1990), 1089-1108.

__________., Fischer, L., Jensen, M. and Roll, R.: The Adjustment of Stock Prices to New Information. **International Economic Review,** 10 (Feb. 1969), 1-21.

Feberal Reserve Bank of Chicago. Competition in Banking: The Issue. In J. Van Fensternarker (ed.). Reading in **Financial Market Institutions.** N.Y.: Meredith Corp. 1969, 421-432.

Feldstein, M. Inflation and the Stock Market. **American Economic Review,** 70 (Dec. 1980), 837-47.

__________., and Eckstein, O. The Fundamental Determinants of the Interest Rate. **Review of Economic and Statistics,** 52 (Nov. 1970), 363-376.

Fischer, D., & Jordan, R. **Security Analysis & Portfolio Management** (4th ed.). N.Y.: Prentice-Hall, 1987.

Fischer, L., & Lorie, H. Some Studies of Variability of Returns on Investment of Common Stock. **Journal of Business,** 43 (Apr. 1970), 99-134.

Forrestal III, D. Aftershocks. **Financial Analysts Journal,** 43 (Nov.-Dec. 1987), 14.

Francis, J. Investment **Analysis and Management** (4th ed.), N.Y.: McGraw-Hill, 1986.

Fraster, D., and Fosberg. R. A Note on Deposit Rate, Deregulation, Super NOWs, and Bank Security Returns. **Journal of Banking and Finance,** 9 (Dec. 1985), 585-595.

French, D. **Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management.** OH.: Merrill Pub., 1989.

__________., and Dubofsky, D. Inplied Stock Price Volitality Changes Following Stock Splits. **Journal of Portfolio Management**, 12 (Summer 1986), 55-59.

Fridson, M., & Candia, A. Trends; Follow, Buck, or Igrove? **Journal of Portfolio Managment**, 17 (Winter 1991), 50-55.

Friedman, M., and Schwartz, A. Money and Business Cycles. **Review of Economic and Statistics**, 45 (Feb. 1963), 32-78.

__________., and Schwartz, A. A **Monetary History of the United States 1867-1960, A Study by the National Bureau of Economic Research.** N.J.: Princeton Univ. press. 1963.

Fruhan, W. Corporate Raiders: Head'e, off at Value Gap. **Harvard Business Review**, (July-Aug. 1988), 63-68.

Gandolfi, A. Taxation and the Fisher Effect. **Journal of Finance**, 31 (Dec. 1976), 1375-1386.

Garcia, C., and Gould, F. An Empirical Study of Portfolio Insurance. **Financial Analysts Journal**, 43 (July-Aug. 1987), 44-54.

Gastineau, G., and Jarrow, R. Large-Trader Impact and Market Regulation. **Financial Analysts Journal**, 47 (July-Aug. 1991), 41-51.

Gaumnitz, J. Maximal Gains from Diversification and Implications for Portfolio Management. Mississippi Valley, **Journal of Business & Economics**, 6 (Spring 1971), 1-14.

Geisst, C. A **Guide to the Financial Markets** (2nd ed.), London: The Macmillan Press, 1989.

Geske, R., and Roll, R. The Fiscal and Monetary Linkages between Stock Returns & Inflation. **Journal of Financial Economics**, (March 1983), 1-33.

Gerety, M., and Mulherin, J. Patterns in Intraday Stock Market Volitality, Past & Present. **Financial Analysts Journal**, 47 (Sept.-Oct. 1991), 71-79.

Gitman, L., Joehnk, M., and Pinches, G. **Financial Management.** N.Y.: Harper & Raw, 1985.

Givoly, D. and Palmon, D.: Insider Trading & the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence. **Journal of Business,** 58 (Jan. 1985), 69-87.

Glickstein, D. and Wubbels, R.: Do Theory is Alive and Well. **Journal of Portfolio Management,** 9 (April 1983), 28-3).

Glosten, L., and Milgrom, P. Bid.: Ask and Transaction Prices in a Specialist, Market with Heterogeneously Informed Traders. **Journal of Financial Economics** (March 1985), 71-100.

Goldenberg, D. Trading Frictions & Futures Price Movements. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 23 (Dec. 1988), 465-481.

Goodman, D., and Peavy III, J. The Risk Universal Nature of the P/E Effect. **Journal of Portfolio Management,** 11 (Summer 1985), 14-16.

Gould, F. Stock Index Futures; The Arbitrage Cycle & Portfolio Insurence. **Financial Analysts Journal,** 44 (Jan.-Feb. 1988), 48-62.

Graham, B. **The Intelligent Investor; A Book of Practical Counsel** (4th ed.), N.Y.: Harper & Row, 1973.

__________., Dodd, D., and Cottle, S., **Security Analysis; Principles and Technique** (4th ed.), N.Y.: McGraw-Hill, 1962.

Grinblatt, M., and Hwang, C. Signalling and the Pricing of New Issues. **Journal of Finance,** 44 (1989), 393-420.

Grossman, S. An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies. **Journal of Business,** 61 (July 1988a), 275-298.

__________., Program Trading and Market Volatility A Report on Interday Relationships. **Financial Analysts Journal,** 44 (July-Aug. 1988b), 18-28.

__________., and Miller, N. Liquidity & Market Structure. **Journal of Finance,** 43 (July, 1988), 617-633.

Haley, C., and Schall, L. **The Theory of Financial Decisions,** N.Y.: McGraw-Hill, 1979.

Halperin, R. The Effect of LIFO Inventory Costing on Resource Allocation; A Public Policy Perspective. **The Accounting Review**, 54 (Jan. 1979), 58-66.

Hamada, R. Portfolio Analysis, Market Equilirium and Cerporate Finance. **Journal of Finance**, 24 (Mar. 1969), 13-31.

Hamilton, J. Competition, Scale Economies, and Transaction Cost in the Stock Market. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 11 (Dec. 1976), 779-802.

__________., Marketplace Organization and Marketability; NASDAQ, The Stock Exchange, and the National Market System. **Journal of Finance,** 33 (May 1978), 487-503.

Handa, P., Kothari, S., and Wasley, C. The Relation Between the Return Interval and Betas: Implication for the Size Effect. **Journal of Financial Economics,** 23 (1989).

Hasbrouck, J. Measuring the Information Content of Stock Trades. **Journal of Finance,** 46 (Mar. 1991), 179-207.

Haugen, R. **Introductory Investment Theory.** N.J.: Prentice Hall, 1987.

__________., Modern Investment Theory. N.J.: Prentice-Hall, 1986.

Hausman, W., West, R., and Largay.: Stock Splits, Price Changes, and Trading Profits: A Synthesis. **Journal of Business,** 44 (Jan. 1971), 69-77.

Heathcotte, B., and Apilado, V. The Predective Content of Some Leading Economic Indicators of Future Stock Prices. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 9 (June 1974), 247-258.

Hegde, S., and Miller, R. Market Making in Initial Public Offerings of Common Stocks: An Empirical Analysis. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 24 (March 1989), 75-92.

Hertzel, M., and Jain, P. Earning & Risk Changes Around Stock Repurchase Tender Offers. **Journal of Accounting & Economics,** 14 (Sept. 1991), 253-272.

Hill, J., and Jones, F. Equity Trading, Program Trading, Computer Trading and All That. **Financial Analysts Journal,** 44 (July-Aug. 1988), 29-38.

Hindy, M. A Diaganostic Approach for Financial Analysis. **The International on Middle East Business and Economic Research. The 1989th Proceedings** (Forthcoming).

__________., Predicting Business Failure. **The Middle East Business & Economic Review** (Forth Coming).

__________., The Use of Markowitze's Model as a Project Selection Technique. **The Middle East Business & Economic Review,** 1 (Jan. 1989), 48-53.

Homa, K., and Jaffee, D. The Study of Money and Common Stock Prices. **Journal of Finance,** 26 (Dec. 1971), 1045-1066.

Ho, T., and Michaely, R. Information Quality & Market Efficiency. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 23 (Mar, 1988), 55-70.

Howe, J. Evidence on Stock Market Overreaction. **Financial Analysis Journal,** 42 (1986), 74-77.

Huang, S., and Randall, M. **Investment Analysis & Management** (2nd ed.). Boston: Allyn & Bacon, 1987.

Ibboston, R. Price Performance of Common Stock New Issue. **Journal of Financial Economics.** 2 (Sept. 1975), 235-272.

__________., and Sinquefield, R. Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Update. **Financial Analysts Journal,** 35 (July/Aug. 1979).

Jacob, B. **An Introduction to Banking. London.** Holt, Rinehart & Winston, 1984.

Jaffe, J. Inflation, the Interest Rate, and the Required Rate of Return on Equity. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 20 (Mar. 1985), 29-44.

__________., Keim, D., and Westerfield, R.: Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns. **Journal of Finance,** 44 (1989), 135-148.

Jahnke, W. The Crash of'87. **Financial Analysts Journal,** 43 (Nov.-Dec. 1987), 6-9.

Jarrow, R. **Derivative Security Markets, Market Manipulation, and Option Pricing Theory.** Cornell University (April 1990a).

__________., **Market Manipulation, Bubbles.** Cornell University (April **1990b).**

Jayaraman, N., and Shastri, K. The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends, 23 (Sept. 1988), 301-311.

Jensen, M. Eclipse of the Public Corporation. **Harvard Business Review,** 67 (Sept.-Oct. 1989), 61-74.

__________., and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics,** 3 (Oct. 1976), 305-360.

Jennings, R., & Mazzeo, M. Stock Price Movements Around Acquisition Announcements & Management Response, **Journal of Business,** 64 (Apr. 1991), 139-163.

Jessup, P. **Modern Bank Management. Minn:** West Pub., 1980.

Jiler, W. **How Charts Can Help You in the Stock Market.** N.Y.: Trend Line, S & P, Inc. 1962.

Johnson, J., and Miller, R. Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings. **Financial Management,** 17 (Summer 1988), 19-29.

Johnson, K., and Shannon, D. A Note on Diversification and the Reduction of Dispersion. **Journal of Financial Economics,** 1 (Dec. 1974), 365-372.

Joy, O. **Introduction to Financial Management** (3rd ed.) Ill.: Richard Irwin, Inc. 1983.

Kaimakliots, M., and Renshaw, E. Some Self-Perpetuating Patterns in the Stock Market? **Journal of Portfolio Management,** 17 (Winter 1991), 51-43.

Kaufman, G. **Money, the Financial System, and the Economy** (3rd ed.), TX.: Houghton Mifflin, 1981.

Kaplan, R., and Roll, R. Investor Evaluation of Accounting Information:

Some Empirical Evidence. **Journal of Business**, 45 (Apr. 1972), 225-257.

Keane, S. Paradox in The Current Crisis in Efficient Market Theory. **Journal of Portfolio Management**, 17 (Winter 1991), 30-34.

Keran, M. **Expectations, Money & Stock Market.** Federal Reserve Bank of St. Louis Review (Jan. 1971), 16-31.

King, B. Market & Industry Factors in Stock Price Behavior. **Journal of Business**, 39 (Jan. 1966), 139-190.

Klein, A., & Rosenfeld, J. The Impact of Targeted Share Repurchase on the Wealth of Non-Participating Shareholders. **Journal of Financial Research**, 11 (Summer 1988), 89-97.

Klemkosky, R., and Conroy, R. Competition and the Cost of Liquidity to Investors. **Journal of Economics & Business**, 37 (1985), 183-195.

Kraus, A., and Stoll, H. Price Impacts of Block Trading on the NYSE. **Journal of Finance**, 27 (June 1972), 569-588.

Latane, H., and Tuttle, D. Framework for Forming Probability Beliefs. **Financial Analysts Journal**, 24 (July-Aug. 1968), 51-61.

Leavy, R. Conceptual Foundation of Technical Analysis **Financial Analysts Journal**, 22 (July-Aug. 1966), 83.

Lee, C., & Rahman, S. New Evidence on Timing & Security Selection Skill of Mutual Fund Manager. **Journal of Portfolio Management**, 17 (Winter 1991), 80-83.

Leibowitz, A. The Legacy of Discontinuity. **Financial Analysts Journal**, 43 (Nov.-Dec. 1987), 12-13.

Levy, H., and Sarnat, M. **Capital Investment and Financial Decisions.** N.J.: Prentice-Hall, 1986.

Levy, R. On the Short-Term Stationary of Beta Coefficient. **Financial Analysts Journal**, 27 (Nov.-Dec. 1971), 55-62.

Limmack, R. Corporate Mergers & Shareholders Wealth Effects: 1977-1986. **Accounting & Business Research**, 21 (Summer 1991), 239-251.

Lincoln, J., Hanada, M., and McBride, K. Organizational Structures in Japanese and U.S. Manufacturing. **Administrative Science Quarterly**, 31 (Sept. 1986), 338-364.

Lindahl-Stevens, M. Redefining Bull & Bear Markets. **Financial Analysts Journal**, 36 (Nov.-Dec. 1980), 76-77.

Lintner, J. Inflation, Security Returns. In S.C. Myers (ed.), **Modern Development in Financial Management.** Ill: The Dryden Press 1976, 16-25.

Livingston, M. Industry Movements of Common Stocks. **Journal of Finance**, 32 (June 1977), 861-874.

Loderer, C., Conney, J., and Van Drunen, L. The Price Elasticity of Demand For Common Stock. **Journal of Finance**, 46 (June 1991), 621-651.

__________., Shechan, D., and Kadlee, G. The Price of Equity Offerings. **Journal of Financial Economics**, 29 (March 1991), 35-57.

Loeb, T. Is There a Gift From Small-Stock Investing? **Financial Analysts Journal**, 47 (Jan.-Feb. 1991).

Loomis, C. How the Terrible Two Tier Market Came to Wall Street. **Fortune** (July 1973), 82-89.

Lorie, J., and Hamilton, M. Stock Market Indexes. In James H. Lorie & Richard Breadley (eds.), **Modern Developments in Investment Management.** N.Y.: Praeger, 1972, 68-83.

Lorie, J., Dodd, P., Kimpton, M. **The Stock Market: Theories & Evidence** (2nd ed.), Ill: Dow Jones-Irwin, 1985.

Luckett, D. On the Effectiveness of the Federal Reserve's Margin Requirement. **Journal of Finance**, 37 (June 1982), 783-795.

Malkiel, B. Equity Yields, Growth, and the Structure of Shares Price. **American Economic Review**, 53 (Dec. 1963), 1004-1031.

Mandelbort, B. Forecasts of Future Prices, Unbiased-Markets and Martingal Models, "Security Prices": A Supplement, **Journal of Business**, 39 (Jan. 1966), 242-255.

Mann. S., and Seijas, R. Bid-Ask Spread, NYSE Specialists, and NASD Dealers. **Journal of Portfolio Management**, 18 (Fall 1991), 54-58.

March, T. New Evidence on the Nature of Size Related Anomalies in Stock Prices. **Journal of Financial Economics**, 12 (1983), 33-56.

Marks, R. Tough Times, but All Is Not Crim. **Banking Journal**, (Jan. 1983), 65-70.

Marsh, R., and Mannari, H. Technology and Size As Determinants of the Organizational Structure of Japanese Factories. **Administrative Science Quarterly**, 26 (Mar. 1981), 33-62.

Masulis, R. The Effect of Capital Structure Change on Security Prices; A Study of Echange Offers. **Journal of Financial Economics**, 8 (1986), 139-178.

McDonald, J., Fischer, A. New Issue Stock Price Behavior. **Journal of Finance**, 29 (March 1974), 97-102.

Meltzer, A. Overview. In R. Kamphuis, R. Kormendi, and J. Waston (eds.), **Black Monday and the Future of the Financial Markets**. Ill: Dow Jones-Irwin, 1989, 1-33.

Mikkelson, W., and Partch, M. Withdrawn Security Offerings. **Journal of financial & Quantitative Analysis**, 23 (June 1988), 119-133.

Miller, R., & Reilly, F. An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public offerings. **Financial Management**, 16 (Summer 1987), 33-38.

Milne, R. The Dow Jones Industrial Average Reexamined. **Financial Analysts Journal**, 22 (Nov.-Dec. 1966), 83-88.

Modigliani, F., and Miller, M. Corporate Income Taxes & the Cost of Capital. A Correction, **American Economic Review**, 53 (June 1963), 433-442.

__________. Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, 48 (June 1958), 261-277.

Myers, S. A Re-Examination of Market and Industry Factors in Stock Price Behavior. **Journal of finance**, 28 (June 1973), 695-705.

————. Determinants of Corporate Borrowing, **Journal of Financial Economics**, 5 (Nov. 1977), 147-176.

————., and Majluf, N.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, 13, (June, 1984), 187, 221.

Nadler, P. **Commercial Banking and the Economy** (3rd ed.), N.Y.: Random Honse, 1979.

Nelson, C. Inflation and Capital Budgeting. **Journal of Finance**, 31 (June 1976), 923-931.

Nerlove, M. Factors Affecting Differences among Rates of Return on Investment in Individual Common Stocks. **The Review of Economics & Statistics**, 50 (Aug. 1968), 312-331.

Nelson, C. Inflation and Capital Budgeting. **Journal of Finance**, 31 (June 1976), 923-931.

Nerlove, M. Factors Affecting Differences Among Rates of Return on Investment in Individual Common Stocks. **Review of Economics & Statistics**, 50 (Aug. 1968), 312-331.

Neuberger, B., and LaChapelle, C. Unseasoned New Issue Price Performance on the three Tiers: 1975-1980. **Financial Management**, 12 (Autumn 1983), 23-28.

Oppenheimer, H. A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria. **Financial Analysts Journal**, 40 (Sept. 1984), 68-73.

————., Schlarbaum, G. Father': Knows Best; Benjamin Graham's: Net Current Asset values. **AAII Journal** (March 1985), 11-17.

Oppenheimer, H. Ben Graham's: Net Current Asset Values: A Performance Updated. **Financial Analysts Journal**, 42 (Nov.-Dec. 1986), 40-47.

Osborne, M. Brownian Motions in the Stock Market. **Operation Research**, 7 (Mar.-April 1959), 145-173.

Pearce, D., & Roley, V. Firm Characteristics, Unanticipated Inflation and Stock Return. **Journal of Finance**, 43 (Sept. 1988), 965-981.

__________. Stock Price and Economic New. **Journal of Business**, 58 (Jan. 1985), 49-67.

__________. The Reaction of the Stock Prices to Unanticipated Changes in Money: A Note. **Journal of Finance**, 38 (Sept. 1983), 1323-1332.

Pesando, J. The Study of Money & Common Stock Prices. **Journal of Finance**, 29 (June 1974), 909-921.

Peters, D. Valuing a Growth Stock. **Journal of Portfolio Management**, 17 (Spring 1991), 49-51.

Peterson, D. Security Price Reaction to Initial Reviews of Common Stock by the Value Line Investment Survey. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, 22 (Dec. 1987), 483-494.

Petry, J., Keown, A., Scott, D., and Martin, J. **Basic Financial Management** (2nd ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1982.

Philippatos, G., and Sihler, W. **Financial Management: Text & Cases.** Boston: Allyn & Bacon, 1987.

Poindexter, J., and Jones, C. **Money, Financial Market and the Economy.** Minn.: West Pub., 1980.

Radlcliffe, R. **Investment: Concepts, Analysis, and Strategy.** Ill.: Scott, Foresman & Comp. 1982.

Ranlett, J. **Money and Banking: An Introduction to Analysis and Policy** (3rd ed.), Santa Barbara: Jones Wiley and Son, 1977.

Rappaport, A. The Staying Power of the Public Corporation. **Harvard Business Review**, 68 (Jan.-Feb. 1990), 96-104.

Reilly, F. **Investment Analysis & Portfolio Management** (2nd ed.), Ill.: The Dryden press, 1985.

__________. New Issues Revisited. **Financial Management**, 6 (Winter 1977), 28-42.

__________. Stock Price Changes by Market Segment. **Financial Analysts Journal**, 27 (Mar.-April 1971), 54-59.

__________., and Drzy Cimski, E.: Alternative Industry Performance and

Risk. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, 9 (June 1974), 423-446.

__________., Short Run Profits From Splits. **Financial Management**, 10 (Summer 1981), 64-74.

Reilly, F., & Whiftord, D. A Test of the Specialists' Short Sales Ratio. **Journal of Portfolio Management**, 8 (Winter 1982), 12-18.

Reinganum, M. A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect. **Journal of Finance**, 37 (March 1982), 27-35.

__________. Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Value. **Journal of Financial Economics**, 9 (March 1981), 19-24.

__________. Portfolio Strategics Based on Market Capitalization. **Journal of Portfolio Management**, 9 (Winter 1983), 29-36.

__________. The Anatomy of a Stock Market Winner. **Financial Analysts Journal**, 44 (Mar.-April 1988), 16-28.

Rendleman, R., and McEnally, R. Assessing the Costs of Portfolio Insurance. **Financial Analysts Journal**, 43 (May-June 1987), 27-37.

Ritter, J. The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at theTurn of the Year. **Journal of Finance**. 43 (1988), 701-717.

__________., The Cost of Going Public. **Journal of Financial Economics**, 19 (1987), 269-281.

Roberts, H. Stock Market "Patterns" and Financial Analysis: Methodolgical Suggestions. **Journal of Finance**, 14 (Mar. 1959), 1-10.

Robertson, W. The Trouble with the Dow Jones Average. **Fortune** (Mar. 1972), 142-145.

Robichek, A., Coleman, A., and Hamplel, G. **Management of Financial Institutions** (2nd ed.), Ill.: Dryden Press, 1976.

Robinson, R., and Wrightsman, D. **Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth**. N.Y.: McGraw-Hall, 1974.

Rock, K. Why New Issues are Underpriced. **Journal of Financial Economics**, 15 (1986), 187-212.

Roll, R. A Possible Explanation of the Small Firm Effect. **Journal of Finance**, 36 (Sep. 1981), 879-888.

__________., The International Crash of October 1987. **Financial Analysts Journal**, 44 (Sept.-Oct. 1988), 19-35.

Rose, A. Is the Real Interest Rate Stable? **Journal of Finance**, 43 (Dec. 1988), 1095-1112.

Rozeff, M. The Money Supply & Stock Market. **Financial Analysts Journal**, 31 (Sept.-Oct. 1975), 18-26.

__________., and Zaman, M. Market Efficiency & Insider Trading: New Evidence. **Journal of Business**, 61 (Jan. 1988), 25-44.

__________., Market Evidence and Insider Trading: New Evidence. **Journal of Business**, 61 (Jan. 1988), 25-44.

Rubinstein, M. Portfolio Insurence and the Market Crash. **Financial Analysts Journal**, 44 (Jan.-Feb. 1988), 38-47.

Samuels, J., and Wilkes, F. **Management of Company Finance** (4th ed.), Workingham: Van Nostrand Reinhold, 1986.

Samuelson, P. Proof the Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. **Industrial Management Review**, 6 (Spring 1965), 4-49.

__________., **Science of Stock**. Newsweek, Sept. 1966, o, 92.

Sanger, G., and McConnell, J. Stock Exchange Listing, Firm Value & Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, (Mar. 1986), 1-25.

Schall, L., Haley, C. **Introduction to Financial Management**. N.Y.: McGraw-Hill, 1988.

Schwert, W. Index of United States Stock Price From 1802 to 1987. **Journal of Business**, 63 (1990a), 399-462.

__________. Stock Return and Real Activity: A Century of Evidence. **Journal of Finance**, 45 (Sept. 1990b), 1237-1257.

Schwartz, R. Institution Analization of the Equity Markets. Journal **Portfolio Management**, 17 (Winter 1991), 44-49.

Scott, D. Martin, J., Petty, J., and Keown, A.: **Basic Financial Management** (4th ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1988.

Senber, L., and Taggart, R. Capital Structure Equilibrium Under Market Imperfectations & Incompleteness. **Journal of Finance**, 39 (Mar. 1984), 93-103.

Seyhun, H. The Information Content of Aggregate Insider Trading. **Journal of Business**, 61 (Jan. 1988), 1-24.

Shapiro, A. Corporate Strategy and the Capital Budgeting Decision. **Midland Corporate Finance Journal** (December 1985), 801-824.

Sharma, S., and Mahajan, V. Early Warning Indicators of Business Failure, **Journal of Marketing**, 44 (Fall 1980), 80-9.

Sharpe, W. Capital Asset Prices: Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **Journal of Finance** 19 (Sept. 1964), 425-442.

————., **Investments** (3rd ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1985.

Sherman, R., and Tollison, R. Technology, Profit and Market Performance. **Quarterly Journal of Economics**, 86 (Aug. 1972), 448-462.

Shiller, R. Market Volatility & Investor Behavior. **American Economic Review**, 80 (May 1990), 58-62.

Shiskin, J. Systematic Aspects of Stock Price Fluctuations. In James Lorie & Richard Brealey (eds.). **Modern Developments in Investment Management** (2rd ed.), Ill.: The Dryden Press, 1978.

Siegel, J. Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle? **Journal of Portfolio Management**, 18 (Fall 1991), 27-34.

————., The Quality of Earnings' Concept. **Financial Analysts Journal**, 38 (Mar.-April 1982).

Silber, W. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices. **Financial Analysts Journal**, 47 (July-Aug. 1991), 60-64.

Sinquefield, R. Are Small-Stock Returns Achievable? **Financial Analysts Journal,** 47 (Jan.-Feb. 1991), 45-50.

Smith, K., and Keenan, D. **Company Law.** Great Britain, Pitman Publishing, 1975.

Solberg, T. Valuing Restricted Stocks: What Factors Do the Courts & the Service Look For? **Journal of Taxation** (Sept. 1979).

Sorensen, E., and Burke, T. Portfolio Return from Active Industry Group Rotation. **Financial Analysts Journal,** 42 (Sept.-Oct. 1986), 43-50.

Sprinkel, B.**Money and Markets.** Ill: Richard Irwin, 1971.

Stevenson, R., and Jennings, E. **Fundamentals of Investments.** Minn.: West Publishing Co. 1976.

Stewart, S. Should A Corporation Repurchases its Own Stock? **Journal of Finance,** 31 (June 1976), 911-921.

Stickel, S. Common Stock Returns Surrounding Earnings Forecast Revisions: More Puzzling Evidence. **Accounting Review,** 66 (April 1991), 402-416.

Stoll, H. Alternative Views of Market Making. In Y. Amihud, T. Ho and R. Schwartz (eds.), **Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry.** Lexington Books, 1985, 67-92.

Stoll, H., and Whaley, R. Transaction Costs and the Small Firm Effect. **Journal of Financial Economics,** 12 (1983), 227.

Strong, R. Do Share Price and Stock Splits Matter. **Journal of Portfolio Management,** 10 (Fall 1983), 58-64.

Summers, L. **Inflation & the Valuation of Corporatic Equities.** National Bureau, of Economic Research, Working Paper No. 824 (Dec. 1981).

Swards, H., and Hirsch, N. **Business Organizations.** Vol. llC-Part 2, Blue Sky Regulation. N.Y.: Matthew Bender 1989.

Sweeney, R. Some New Filter Rule Tests: Methods & Returns. Journal of **Financial & Quantitative Analysis,** 23 (Sept. 1988), 285-300.

Taylor, L. The leveraged Buyout as a Means of **Financing Acquisitions**, 9 (Nov.-Dec. 1988), 58-60.

Telser, L. October 1987 and the Structure of Financial Markets: An Exorcism of Demons. In R. Kamphuis, R. Kormendi and J. Welson (eds.), **Black Monday and the Future of the Financial Market.** Ill.: Dow Jones-Irwin, 1989, 101-111.

Tinic, S. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. **Journal of Finance,** 33 (1978), 1343-1354.

Tole, T. You Can't Diversify without Diversification. **Journal of Portfolio Management,** 8 (Winter 1982), 5-11.

Tosini, P. Stock Index Futures & Stock Market Activity in October 1987. **Financial Analysts Journal,** 44 (Jan.-Feb. 1988), 28-37.

Treynor, J. Market Efficiency & the Bean Jar Experiment. **Financial Analysts Journal,** 43 (May-June 1987), 50-53.

__________. Wha Happen'? **Finanancial Analysts Journal,** 43 (Nov.-Dec. 1987), 10-11.

Tysseland, M. Future Tests of the Validity of the Industry Approach to Investment Analysis. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 6 (March 1971), 835-853.

U.S. Securities & Exchange Commission. Institutional Purchases of Restricted Securities, **In Institutional Investor Study Report,** Volume 5. Washington D.C.: Government Printing Office, 1971.

__________., **Report of the Special Study of the Securities Markets,** Washington D.C., Part 2, 1964.

Van Horne, J. Financial Innovations and Excesses. **Journal of Finance,** 40 (July 1985), 621-631.

__________. **Financial Management & Policy** (8th ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1989a.

__________., **Fandarmental of Financial Management.** (7th ed.), N.J.: Prentic-Hill, 1989b.

Venkatesh, P. The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements & Returns Volitality, **Journal of Business**, 62 (April 1989), 175-197.

Vermaelen, T. Common Stock Repurchase and Market Signalling: An Empirical Study. **Journal of Financial Economics**, 9 (June 1981), 139-183.

Wagner, W., and Lau, S. The Effect of Diversification on Risk. **Financial Analysts Journal**, 26 (Nov.-Dec. 1971), 48-53.

Ward. C. Option Pricing. In M. Firth and S. Keane. **Issues in Finance.** Oxford: Philip Allan Pub., 1986, 158-181.

Welch, I. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and Underpricing of Initial Public Offerings. **Journal of Finance**, 44 (1989), 421-450.

Welshans, M., and Melicher, R., **Finance; Introduction to Markets, Institutions and Management** (6th ed.), OH.: South-Western Pub., 1984.

West, R. On the Difference Between Internal & External Market Efficiency. **Financial Analysts Journal**, 31 (Nov.-Dec. 1975), 30-34.

__________., and Tinic, S. Corporate Finance and the Changing Stock Market. **Financial Management**, 3 (Autumn 1974), 14-23.

Wood, J., and Wood, N. **Financial Markets.** Harcourt Brace, 1985.

Woodruff, C., & Senchack, A. Intradaily Price-Volume Adjustments of NYSE Stocks to Expected Earnings. **Journal of Finance**, 43 (June 1988), 467-491.

Woolridge, J. Dividend Changes and Security Prices. **Journal of Finance**, 38 (Dec. 1983), 1607-1615.

__________., Stock Dividends as Signals. **Journal of Financial Research**, 6 (Sept. 1983), 1-12.

Working, H. A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series. **Journal of the American Statistical Association**, 29 (Mar. 1934), 11-24.

Ying, C. Stock Market Prices and Volumes of Sales. **Econometrica,** 34 (July 1966), 674-686.

Ying, L., Lewellen, W., Schlarbaum, L., and Lease, R. Stock Exchange Listing and Securities Returns. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 10 (Sept. 1977), 415-435.

Young, R. Interbank Lending Makes me Nervous. **Banking Journal** (Mar, 1983), 82-84.

Yun, Y. The Effects of Inflation and Income Taxes on Interest Rates: Some New Evidence. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 19 (Dec. 1984), 435-448.

Zarnowitz, V., and Boschan, C. Cyclical Indicators: An Evaluation and New Leading Index. **Business Conditions Digest** (Nov. 1975), V-XXIV.

Zarowin, P. Size, Seasonality and Stock Market overreaction. **Journal of Financial & Quantitative Analysis,** 25 (March 1990), 113-125.

Zweig, M. Trusty Market Indicator: Brining the Record on the Big Block Index Up to Date. **Barron's National Business and Financial Weekly**, (Jan. 24 1983).